

《巴菲特传》作者作品/《财富》75本商业人士必读书之一

《商业周刊》年度最佳图书

两位诺奖得主，一部量化基金折戟沉沙的故事

赌金者

长期资本管理公司的升腾与陨落

[美] 罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）著 毕崇毅 译

WHEN GENIUS FAILED



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赌金者：长期资本管理公司的升腾与陨落

When Genius Failed：The Rise and Fall of Long-Term Capital Management

（美）罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein） 著

毕崇毅 译

ISBN：978-7-111-55437-0

本书纸版由机械工业出版社于2016年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

序言
长期资本管理公司的升腾
第1章　梅里韦瑟
第2章　对冲基金
第3章　春风得意
第4章　大胆投资
第5章　你争我夺
第6章　诺贝尔奖
长期资本管理公司的陨落
第7章　风云突起
第8章　全面溃败
第9章　人性贪婪
第10章　营救行动
尾声
后记
注释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序言

纽约联邦储备银行位于华尔街中心，坐落于一片灰白色砂石地带。作为1924年兴建的城市地标建筑，它和周围气势恢宏的高楼相比简直微不足道。这一带遍布便利店和餐厅，还有随处可见的证券交易公司和银行。联邦储备银行的隔壁是一家修鞋店和日式烤鱼店，再旁边是大通曼哈顿银行，一个街区之外是J.P.摩根银行，再往西是俯瞰哈德逊河的美林银行和人民证券，河对岸是美洲银行，美林的大部分客户也集中于此。这些银行大楼让人感觉空间开阔畅通无阻，而采用佛罗伦萨文艺复兴风格的联邦储备银行大楼则显得十分压抑，高大的拱窗被铁栅栏重重包围，位于自由大道的大门外则是一排黑色铸铁岗亭，由荷枪实弹的保安把守。

对于美国央行——联邦储备银行来说，纽约分行是其整个系统中最为重要的组成部分。由于地处华尔街，所以它为美联储在华盛顿的管委会扮演着市场耳目的角色，而当时负责领导该管委会的正是大名鼎鼎的艾伦·格林斯潘。纽约分行的行长是人高马大的威廉·麦克唐纳，此人经常约谈各大银行和证券公司的高管，希望随时了解最新的行业动向，特别是那些可能造成市场动荡或是危及整个金融系统的信息。麦克唐纳总是隐居幕后，因为联邦储备银行的管理活动一直备受争议，它既要为华尔街熙来攘往的人群提供服务，又必须在高度民主化的市场中行为低调。如果说有什么情况需要麦克唐纳亲自出面调解，哪怕很小的活动也会在市场中掀起轩然大波，甚至会引发全面危机。然而在1998年初秋的这起事件中，麦克唐纳不但亲自出马，甚至还做出了罕见的高调举动。

这起事件的源头似乎微不足道，根本无法让人联想到会惊动整个美联储。不过世间的重大纷争不都是这样开始的吗？“波士顿倾茶事件”引发美国独立战争，斐迪南大公遇刺引发第一次世界大战——火药桶一旦点燃，危机便一触即发，导致整个世界都变了模样。这起事件的导火索是长期资本管理基金[1]，这是一家位于康涅狄格州格林尼治市的私营投资合伙公司，距离华尔街只有40多英里[2]的距离。这家公司服务的投资者仅有100名，员工数量还不到200人，而听说过这家公司名号的美国人连1%都不到。这是因为，长期资本管理基金刚刚成立5年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是在1998年9月23日那个周三的下午，长期资本管理基金却着实惊动了整个美国金融界。为了应对这家公司引发的危机，麦克唐纳召集（用美联储的话说是“约谈”）了华尔街所有重要银行的头脑。这是有史以来第一次，美国信孚、贝尔斯登、大通曼哈顿、高盛、J.P.摩根、雷曼兄弟、美林、摩根士丹利添惠和所罗门美邦等银行的首席执行官齐聚一堂，在美联储大楼十层的会议室里紧急磋商。他们讨论的问题不是解决某个拉美国家的财务危机，而是如何挽救同行于水火。一同参加会议的还有纽约证交所董事会主席和欧洲各大银行的代表。美联储从未经历过这种大场面，会议室内甚至没有足够多的真皮座椅，以至于好几位执行官不得不坐在临时准备的金属折叠椅上。

虽然麦克唐纳是政府官员，但是这次会议却是秘密进行的。对于大众来说，美国正处于历史大牛市的巅峰时期，只不过市场近期表现跟往年秋季一样出现了一定的下滑。自8月中旬以来，俄罗斯卢布债务违约，全球债券市场出现剧烈动荡。不过，这并不是麦克唐纳约见各大银行高管的原因。

这些高管齐聚一堂的原因，是为了商讨如何拯救处于破产边缘的长期资本管理基金。长期资本管理基金的管理者约翰·梅里韦瑟曾在著名的所罗门兄弟债券公司[3]担任交易员，这位来自美国中西部，性格和善又带有几分谨慎的掌门人在美国金融界很受欢迎。各大银行就是因为他的面子才为这只基金融资，而且同意为其提供极为优惠的贷款条件。实际上，梅里韦瑟只是这家公司抛头露面的人物，该基金的运作核心是一群高度聪明、拥有众多博士头衔的套利高手。这群人里不仅有大学教授，还有两位诺贝尔经济学奖获得者。他们非常聪明，而且他们自己也深知这一点。

成立4年来，长期资本管理基金一直都是华尔街艳羡的目标，因为该基金的年收益率超过40%，而且从未有过败绩或不稳定的表现，好像和任何市场风险都不沾边。基金的超级智囊似乎可以玩转充满不确定性的债券交易市场，成为当代金融界当之无愧的精英。

这只行事低调的套利基金积累的资产高达1000亿美元，而这些资产几乎全部都是借来的，准确地说是从麦克唐纳邀请参加会议的各大银行借来的。这笔债务虽然庞大无比，但还不是长期资本管理基金最糟糕的问题。更可怕的是，该基金投资的数千笔衍生品合约早已渗透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到华尔街每一家银行的业务中。这些对市场价格进行外围对赌的合约累计起来更为惊人，其风险敞口远远超过1万亿美元。

如果长期资本管理基金违约，在座所有银行持有的合约都会无法兑现，因为合约的另一方会必然破产。换句话说，每一家银行都会遭遇史无前例的且完全无法抵御的巨大风险。这无疑是非常尴尬的处境，每一家银行都迫不及待地想要抛售合约，尽快卖掉基金的抵押资产套现。

市场交易风险古已有之，但金融衍生品却是相对新鲜的事物。作为管理机构，美联储担心的是此类新型证券的潜在风险，因为它们和整个美国的金融系统紧密关联，早已形成高度复杂的共生系统。在这张巨大的金融网络链条中，如果其中重要一环断裂，谁也不知道将会引发怎样的灾难。麦克唐纳担心整个市场会因此陷入停顿，交易被迫中止，最终导致金融系统崩溃。

贝尔斯登银行首席执行官詹姆斯·凯恩表示，如果这只基金的可用现金流低于5亿美元，那么贝尔斯登将不再清算长期资本管理基金的交易，而会将其彻底扫地出门。要在当年年初这绝对不是问题，因为该基金的资产当时高达47亿美元。然而就在短短5个星期的时间里，准确地说自从俄罗斯卢布债务出现违约之后，长期资本管理基金的经营便每况愈下，资产已经降到最低水平。凯恩认为这家公司就连多挺一天都毫无可能。

截至目前，该基金已经求助过巴菲特、索罗斯和美林银行，求助过每一家能够想到的银行，但仍走到了山穷水尽的地步。正因为如此，麦克唐纳才会像教父一样召集各大银行“家族”聚会，商讨如何施以援手。如果哪家银行抱有私心，偷偷抛售该基金的债券，势必会引发全球性的金融恐慌。反之，如果大家齐心合力，或许这场危机可以得以顺利化解。尽管麦克唐纳没有明示，但是他希望在座的银行高管能够筹集40亿美元来拯救这只基金。这件事必须在当天完成，再拖一天都于事无补。

但是这些银行高管可不这样想，因为长期资本管理基金已经给他们带来了太多的麻烦。这家公司一向行事隐秘，旗下的数学天才在和华尔街投行打交道时根本不把对方放在眼里。例如，曾推动该公司成立的美林银行一直希望同这只基金建立稳定互惠的盈利合作关系，其他投行也纷纷向其示好，但是该基金对它们根本不屑一顾。这些数学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天才总是一意孤行，按照自己的方式和银行合作，却从不考虑对方提出的条件。正所谓风水轮流转，想不到趾高气扬的长期资本管理基金如今也会低三下四地乞求投行的帮助。

另一方面，长期资本管理基金疯狂交易导致的风险也给这些投行带来了巨大的伤害。由于出现巨额交易损失，高盛银行首席执行官乔恩·科尔辛因此备受公司合伙人的指责，他们不愿意动用正不断减少的资本去救助竞争对手。旅行者集团和所罗门美邦公司董事长斯坦福·韦尔也蒙受了巨大的交易损失，韦尔担心这些损失可能危及公司和花旗集团的合并，这可是他职业生涯中最为辉煌的标志性事件。韦尔最近刚刚关闭了公司的套利交易部门，几年前该部门曾是助力梅里韦瑟开展投资业务的成功跳板。现在，他已经无意再出资拯救这家公司了。

麦克唐纳环顾四周，在座的投行高管无一不和这只基金存在交易，他们或多或少都有些自身难保。如今这些投行的股票价格一落千丈，这让高管们和麦克唐纳不由地担心，这场由亚洲货币贬值意外引发并波及俄罗斯和巴西，进而累及长期资本管理基金的全球性风暴，将会彻底席卷整个华尔街。

由于被质疑和长期资本管理基金过度交易，雷曼兄弟银行董事会主席理查德·福尔德一直努力辟谣称银行不会倒闭。瑞士联合银行集团的情况也不乐观，集团驻美国代表[4]戴维·索罗认为瑞联银[5]在相关交易中陷入太深。由于对长期资本管理基金的错误投资，导致银行出现巨额损失。来自大通曼哈顿银行的托马斯·拉布里克曾为该公司的对冲基金提供过5亿美元的贷款，现在后悔不已的他只想尽快收回这笔贷款。

在这群人当中，美林银行董事会主席戴维·科曼斯基最为忧心忡忡。在短短两个月的时间里，美林的股价已经被腰斩，190亿美元的公司市值凭空蒸发。由于在债券交易中出现巨额损失，美林银行的信贷评级水平也岌岌可危。

科曼斯基个人向该基金投资近100万美元，他非常担心长期资本管理基金一旦倒闭将会造成怎样可怕的后果。与此同时，他也很清楚各大投行对这家公司的冷淡态度。可以说，想要所有投行一致出手营救长期资本管理基金，可能性非常渺茫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科曼斯基认为，贝尔斯登银行特立独行的执行官凯恩是破解坚冰的关键。负责对长期资本管理基金进行交易清算的贝尔斯登比在座的其他投行的高管更为了解对冲基金业务。看到各位高管紧张得坐立不安，科曼斯基的副手赫伯特·埃里森开门见山，直接问凯恩有何想法。

凯恩的回答斩钉截铁：“贝尔斯登银行绝不会向长期资本管理基金投资一毛钱。”

此言一出，华尔街高管们陷入沉默。紧接着，会议室内开始了一场激烈的辩论。

[1] 说明，本文除特指长期资本管理公司之外，其他地方尽量全部采用长期资本管理基金这一表达，因为下文体现了其中的区别。尽管是一回事，但指向略有不同，基金的概指性强，公司更侧重位于格林尼治的负责管理基金的办公室。——译者注
[2] 1英里=1.609千米。
[3] 此处需要说明一下，这家公司既是投行又是债券公司，不像我们印象中是两个不同的事物，网上一般直译为所罗门兄弟公司，在此译为所罗门兄弟债券公司。之前曾翻译作所罗门兄弟证券公司，后发现其专营债券业务，故修改。——译者注
[4] 原文未准确说明职务。——译者注
[5] 文中有瑞士联合银行和瑞士银行，此处简称前者为瑞联银，以免和后者混淆。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理公司的升腾

第1章　梅里韦瑟

如果说约翰·梅里韦瑟在所罗门兄弟债券公司任职期间有何心得的话，那就是面对亏损毫不畏惧，坚持到底直至获利。说到这里，不得不谈谈梅里韦瑟的资金管理风格是如何形成的。1979年，一家名为埃克斯坦的证券交易公司（J.F.Eckstein&Co.）濒临倒闭，公司老板来到所罗门兄弟债券公司讨论并购。参与讨论的有所罗门兄弟债券公司的合伙人和梅里韦瑟，当时他只有31岁，长着一张娃娃脸，还是个交易员。埃克斯坦对他们说："我有一笔很好的交易，但是公司已经无法继续维持，你们能否考虑收购？"

当时的情况是这样的，埃克斯坦公司从事的是国库券期货交易，顾名思义，它交易的是以未来固定价格提供美国国库券的合约。国库券期票的交易价格往往比现票稍低，在套利交易中，埃克斯坦会买入期票、卖出现票，然后等待两种价格的收敛。因为大部分人的心理都一样，都希望以与现票相同的价格购买期票，因此自然会期望两者的价格逐渐趋同。这就是套利交易的本质，它不但是埃克斯坦和长期资本管理基金的操作秘诀，也是每一位套利者的操作方式。实际上，埃克斯坦并不清楚这两种证券的价格是上涨还是下跌，这一点根本无足轻重。对他来说，重要的是这两种价格会相对出现怎样的变化。

通过买入期票、做空现票（即预测现票价格会下跌），埃克斯坦做的是双向赌局[1]。无论价格是涨是跌，这种操作都可以保证一半胜率和一半赔率。只要期票这种价格低廉的资产的上涨（或下跌）幅度稍微大于（或小于）现票的上涨（或下跌）幅度，埃克斯坦就能确保盈利面大于亏损面。这就是套利交易的基本概念。

埃克斯坦已经尝试过这种赌局很多次，大多数都取得了成功。随着钱赚得越来越多，他的赌注也开始逐渐加码。但是不知为何，1979年6月这种稳赚的模式出现了逆转，国库券期票的价格超过了现票价格。但自信满满的埃克斯坦并未在意，认为这种异常情况会被市场自动调节过来，于是投入重金进行交易。遗憾的是，这一次期票和现票之间的价格差并未收敛，而是变得越来越大。面对无力支付的高昂保证金，埃克斯坦只能变卖公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时，梅里韦瑟刚刚在所罗门兄弟债券公司内部成立债券套利部。他马上意识到埃克斯坦的操作方式可行，因为国库券期票和现票之间的价格差迟早会出现收敛。那时所罗门兄弟债券公司的总资产只有2亿美元，如果同意收购就可能蒙受上千万美元的资本损失。经过一番讨论，各位合伙人虽然惴惴不安，但还是接受了收购方案。接下来的几周，价格差持续扩大，所罗门兄弟债券公司出现严重亏损。公司的资本金余额每天都记录在一本小册子上，放在合伙人艾伦·法恩的办公室门口。每天下午，大家都会紧张不安地朝法恩的办公室张望，想知道今天又亏了多少。每到此时，梅里韦瑟总是一脸镇定，最后一个过去查看。公司经理约翰·古特弗罗因德对他说："这笔交易最好赶快盈利，否则就炒你的鱿鱼。"

最后的价格差果然出现了收敛，所罗门兄弟债券公司大赚了一笔。由于当时几乎没人懂金融期货交易，只有梅里韦瑟熟悉如何操作，所以次年他就晋升为公司合伙人。更重要的是，他的小部门——固定收入套利交易部，现在有权使用公司的资金进行差价交易了。至此，梅里韦瑟找到了自己的终生目标。

1947年，梅里韦瑟出生于芝加哥南部罗斯兰地区的罗斯莫尔，成长在理查德·戴利（时任芝加哥市长）打造的以民主党和爱尔兰天主教为特征的区域环境中。梅里韦瑟有兄弟三人，他们生活在一个大家庭里，包括住在对门的四位表兄妹。在其童年生活中，整个社区就是他们的家，梅里韦瑟几乎认识社区里的每一个人。这是一个自给自足的小世界，里面有篮球场、小商店和教堂。社区东面紧挨着伊利诺伊州中央铁路局的铁道，北面是一排红色木栅栏，再过去是空旷的停车场和各种工厂。这个地区说不上贫困，但也绝不算富裕。梅里韦瑟的父亲是个会计，母亲在教育局工作，两人都对孩子要求很严格。梅里韦瑟一家住在一栋不大的樟木屋内，门前有整洁的草坪和小花园，跟这一带的其他住家毫无二致。在这里，家家都把孩子送到教区学校上学，如果不去会被视为异类，被讥笑为"公校生"。青少年时代的梅里韦瑟身穿淡蓝色衬衫，戴深蓝色领带，先后就读于圣约翰小学（St.John de la Salle）和门德尔天主教高中（Mendel Catholic High School），接受奥古斯丁牧师的教育。天主教学校有严格的体罚制度，老师会用尺子抽打学生的手掌，或是命令他们跪着上课。在这种环境下接受教育，梅里韦瑟从小便养成了遵守纪律的好习惯。他童年时代的朋友，一位理发师的儿子回忆称："我们上小学时从不敢荒废时光，因为嬷嬷们会惩罚行为越界的学生，警告他死后要下地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

狱。”或许是半开玩笑，据说罗斯莫尔地区的男孩子长大了只有三条出路：上大学、当警察，或是蹲大牢。梅里韦瑟和很多孩子一样，对此一直深信不疑。

作为一个聪明且讨人喜欢的学生，梅里韦瑟的成功似乎是注定的。由于数学成绩优异，他加入了全美高中荣誉生协会，而数学成绩优异是一项成为债券交易员不可或缺的素质。或许是数学的规律性吸引了他，梅里韦瑟对这门课非常着迷。此外，他还表现出了极大的自律性，就好像行为越界会招致牧师的体罚一样。尽管梅里韦瑟并不是十全十美，但根据一位好友的回忆，学生时代的他从未惹过什么大麻烦。[1]梅里韦瑟非常善于处理个人情绪，能够用镇定自若的表情掩盖内心的鲁莽冲动，隐藏真实的行为动机。总而言之，他虽然聪明，但算不上是天才，讨人喜欢但算不上出类拔萃。在他所处的那个社区和时代，梅里韦瑟是个挺普通的孩子，并无与众不同之处。

梅里韦瑟喜欢赌博，但是他只有在形势对他非常有利时才会去赌。因此，赌博可以说是一项可以让他在冒险中发挥个人优势的活动。他很快就学会了赌马和玩21点，后者可以说是纸牌赌博游戏的鼻祖。出于天生敏感的风险意识，在赌芝加哥小熊队的比赛得分之前，他会事先了解天气预报，并关注比赛当日威格利体育场的风向。[2]梅里韦瑟第一次尝试投资是在12岁左右，对这个身材普通、长着栗色头发的男孩或是他的同龄人来说，如果此时就认为他是霍雷肖·阿尔杰[2]笔下的主人公，未来注定会驰骋华尔街，那无疑是错误的。几十年后他的母亲回忆道：“约翰和他哥哥上高中时买股票赚了点钱，那是他父亲建议的。”这才是事实真相。

实际上，梅里韦瑟走出罗斯莫尔不是因为投资，而是因为另一项爱好——打高尔夫球。他很小的时候就喜欢在公园里的高尔夫球场出没，这是一般的罗斯莫尔孩子很少玩的消遣活动。梅里韦瑟是门德尔校队的杰出队员，曾两次赢得芝加哥郊区天主教高尔夫锦标赛冠军。他还在弗罗斯莫尔乡村俱乐部当球童，为此经常要乘坐火车或汽车赶往市区南部。俱乐部主管看这个年轻人一脸热忱，就安排他给最富有的会员当球童。这可是个赚钱的好差事。在这些会员中，有一位建议他申请奇克·埃文斯奖学金，该奖学金由20世纪初同名高尔夫球员创立，旨在为高尔夫球童提供大学奖学金。最终，梅里韦瑟选择了位于伊利诺伊州伊万斯顿市的西北大学。这所大学在密歇根湖边，离罗斯莫尔有25英里，对梅里韦瑟来说是一个崭新的天地。至此，梅里韦瑟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的人生开始呈现出两种完全不同的特质。第一种特质源自加入社区或教会，虔诚信仰宗教价值及其仪式带来的意义感，即秩序和自律的美德。第二种特质则完全相反，梅里韦瑟意识到要建立个人优势就必须付出疯狂的代价[3]，这是他以前的生活经验中从未出现过的不利因素。

西北大学毕业后，梅里韦瑟在高中教了一年的数学，然后考取了芝加哥大学商学院。在芝加哥大学读书期间，他的同班同学中有一位名叫乔恩·科尔辛，其父是一位农场主，此人后来成为梅里韦瑟在华尔街的竞争对手。1973年从商学院毕业后，梅里韦瑟进入CAN财务公司做分析员。次年，这位刚刚27岁、身体结实的年轻人，带着成熟的目光和迷人的微笑加入所罗门兄弟债券公司。那时的所罗门兄弟还是一家小公司，不过历史很快会向人们证明，这家公司将会为债券市场带来怎样翻天覆地的新变化。

20世纪60年代中期之前，债券交易市场一直是一潭死水。投资者从本地银行信托部购买债券以期获得稳定收入，只要这些债券不违约投资者就心满意足，而从未想过别的操作方式。那时没有多少投资者热衷于交易债券，提出管理债券组合实现更高收益或是跑赢大盘指数的想法无异于异想天开，因为当时连指导债券交易市场的指数都没有。所罗门兄弟债券公司的西德尼·霍默可以说是债券交易领域的大师，此人是画家温斯洛·霍默的远亲，其母是大都会歌剧院的女高音歌唱家。霍默毕业于哈佛大学，著有大部头的《利率发展史》（A History of Interest Rates: 2000BC to the Present），是一位儒雅的学者，这种人物在当今的华尔街早已销声匿迹。

霍默那个时代的市场和今天相比，其特点是固定化——固定的货币、固定的利率和固定的黄金价格（每盎司[4]35美元）。但是20世纪60年代末横扫西方世界的通胀大潮彻底改变了这一局面。在通货膨胀的影响下，利率水涨船高，以4%的利率买入的债券几乎损失了一多半的价值[5]。1971年，美国宣布美元和黄金价格脱钩，阿拉伯国家实施石油禁运。在这些重大事件的影响下，如果债券持有者仍对金融稳定抱有一丝幻想，由优质蓝筹股持有的宾夕法尼亚中央铁路公司的破产无疑粉碎了这一幻想。债券投资者大多陷入严重亏损，无法像以前那样获得稳定回报。慢慢地，各国政府不得不取消对利率和货币的限制，采用固定汇率机制的时代一去不复返。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

受此影响，大豆交易一落千丈，货币成了最热门的商品。各大期货交易所纷纷设计各种金融产品合约，如国库券、债券和日元产品。随着新产品、新选择和新债券如雨后春笋般在市场中涌现，专业的资产管理公司也开始迅速出现。截至20世纪70年代末，债券市场上像所罗门兄弟这样的证券公司已经有很多了，它们的操作手法霍默更是闻所未闻。比方说，它们可以把抵押资产综合在一起，然后从中提取经过细分的可操作证券。

计算机是出现在这一时代的另一个重大变革。直到20世纪60年代末，交易员如果要了解债券价格，就必须查阅一本厚厚的蓝皮书。1969年，所罗门兄弟债券公司聘请数学家马丁·莱博维兹为其操作公司有史以来的第一台计算机。莱博维兹很快成为当时最受欢迎的数学家，至少在债券交易市场大热阶段的确如此。那时，所罗门兄弟债券公司的交易员没空翻阅蓝皮书，总是围在他身边问个不停，因为现在他们必须同时了解期票和现票两种价格。到了70年代初，交易员们拥有了原始的手摇式计算器，这一微小变化显著加快了债券市场的工作节奏。

梅里韦瑟刚加入所罗门兄弟债券公司时在回购部工作，负责融资业务，那时正是债券交易业务翻云覆雨之时。原来稳定可靠、风险较低的债券交易现在涌现出新的变化和机会，让很多年轻且目光敏锐的分析员趋之若鹜。梅里韦瑟初到纽约时一个人也不认识，他在曼哈顿一个体育俱乐部租了间房住下，并很快发现债券市场非常适合自己。债券交易之所以吸引有数学天分的人，是因为决定其价值的变量是可以量化的。简单地说，决定一只债券的价格有两个要素。第一个要素可以从债券息票上总结出来。如果你今天以10%的利息出借资本，购买回报率为12%的债券时就必须支付溢价。这个溢价该怎么确定呢？这要根据债券到期时间、购买时机，以及个人对未来利率变化的看法决定。此外还要考虑债券发行商设计的各种小名目，如债券是否可回售、能否转换成股权等。

第二个要素是违约风险。在大多数情况下，债券违约风险无法严格量化，不过也不会很高，但风险仍是存在的。像通用电气这样的企业，其债券违约风险较低，但是和美国政府（指美国国债）相比就差远了。同样的道理，惠普公司的经营不如通用电气，它的债券违约风险就会稍高一些，而亚马逊网站会更高。因此，如果债券投资者借钱给亚马逊和通用电气，肯定要求前者的回报利率高于后者。同样的道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理，如果玻利维亚政府和法国政府都发行国债，投资者肯定要求前者的回报利率高于后者，因为法国政府违约的风险显然低于玻利维亚政府。设定回报利率可以说是债券交易的核心，但决定交易活动的往往是价差。债券风险越高，其价差就越大，即债券回报和（几乎无风险）国库券回报之间的差距。通常来说（不一定总是如此），价差还会随着时间的增长而扩大。例如，对于两年期债券和30天债券，投资者肯定要求前者提供较高的回报率，因为更长的到期时间意味着更大的资金回收风险。

这些原则就好像债券交易领域的圣经，指导着世界各地无数债券产品的回报率和价差。它们仿佛是深奥晦涩而亘古不变的宗教教义，无怪乎行李箱里总是放着念珠和祷告词的梅里韦瑟对此感觉如鱼得水。他像一名神学院的学生一样如饥似渴，利用一切机会向老板学习交易经验。所罗门兄弟认为这个年轻人很有前途，于是安排他从事政府机构债券交易。没过多久，纽约市政府差点出现债务违约，各部门债券的价差一时间迅速扩大。梅里韦瑟认为这是一次市场失灵，毕竟政府部门不可能说破产就破产，这种情况未来肯定会得到改观。于是他尽其所能地买入各种政府机构的债券，后来随着价差的逐步缩小，梅里韦瑟为公司赚得了数百万美元。[3]

1977年成立的套利业务组标志着所罗门兄弟债券公司重要而微妙的转折。该部门的交易模式正是20世纪90年代长期资本管理基金成立之后亦步亦趋所仿效的。可以说，套利业务组是梅里韦瑟实践交易风格的实验场，他正是在这里逐渐形成并习惯了加大赌注的冒险行为。虽然所罗门兄弟一直都从事债券交易，但公司主要侧重于风险较低的业务，比如为其客户代为买卖债券。但是梅里韦瑟领导的套利业务组则不同，它是在用公司自己的资金下赌注。又由于是新兴领域，因此梅里韦瑟几乎鲜有对手，其交易收获相当丰厚。如同埃克斯坦收购案一样，他在交易中赌的始终是债券期票和现票，或者说两种债券之间的价差会逐渐收敛。虽然也可以反向操作，赌债券价差逐渐放大，但梅里韦瑟绝大部分交易赌的都是价差缩小。与此同时，和他对赌的通常是保险公司、银行或投机商，而梅里韦瑟对此并不清楚，实际上也毫不关心。在个别情况下，这些投资者会感到恐慌并撤出资金，导致价差进一步扩大，让梅里韦瑟暂时出现损失，不过这种情况并不持久。只要他投入的资金毫不动摇，最终都会获得回报，至少梅里韦瑟的交易经验表明确实如此。换句话说，债券之间的价差最终总是会逐步缩小，这就是梅里韦瑟从埃克斯坦收购案中总结的宝贵经验，也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他后来在长期资本管理基金长期依赖的经验。颇具讽刺意味的是，要不是因为成功来得太快被冲昏了头脑，梅里韦瑟不应忘记这次收购给埃克斯坦带来的同样宝贵的教训：即便前期交易失利最终一定会扭转乾坤（暂且假设交易初期一般都会蒙受损失），但如果胜利之日遥遥无期，你又能坚挺多久呢？换句话说，如果等待形势扭转的时间太漫长，交易者很可能熬不到胜利曙光的出现就已经破产了。

到20世纪80年代初，梅里韦瑟已成为所罗门兄弟债券公司的耀眼新星，他的不善言辞和总是紧绷着的面容非常适合债券交易员这个角色。威廉·麦金托什是所罗门兄弟债券公司的合伙人之一，曾负责面试前来求职的梅里韦瑟，他回忆称：“梅里韦瑟的心思隐藏得很深，让人很难猜透他心里在想什么。”梅里韦瑟以前的同事迈克尔·刘易斯在《说谎者的扑克牌》（Liar’s Poker）中对他也有同样的描述：

无论交易输赢，他总是一副严肃的神情。我觉得他有一种强大的能力，可以控制交易员最常见的两种情绪——恐惧和贪婪。这种特质使他成为罕见的意志坚定者，可以毫无畏惧地为了个人目标勇往直前。[4]

令人遗憾的是，这本书强调了一个伪造的故事，据说梅里韦瑟有一次在牌局中单局向古特弗罗因德叫板1000万美元。这个故事不但可疑，更重要的是它把梅里韦瑟刻画成了一个胆大妄为的莽夫，然而事实并非如此。[5]梅里韦瑟始终主张精心算计的赌局，他行事总是小心谨慎，从不给自己犯错的机会。他的成长背景、家庭和过去的经历对同事们来说就像一张白纸，有人甚至说他和别人“泾渭分明，格格不入”。梅里韦瑟非常强调个人隐私，以至于后来长期资本管理基金登上首页新闻之后，《纽约时报》记者也无从了解其家庭背景，最后根据朋友的描述而在文章中误称他是家中独子。[6]沉默寡言对于交易员来说是一种十分宝贵的品质，但光有这一点显然还不够。梅里韦瑟很清楚自己缺少什么，他缺少的是优势，就好像那种高中时代形成的自身特长，一种可以让所罗门兄弟债券公司在债券交易领域鹤立鸡群的东西。

对于这个问题，他的解决方案异乎寻常地简单：为什么不直接招聘更聪明的交易员为自己服务呢？梅里韦瑟要寻找的是那些愿意把市场交易视为智力活动的高手，而不是那些每天忙得像绿头苍蝇只求寻食果腹，仿佛原始人一般的平庸之辈。当时美国学术界有不少书呆子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

型的数学家，他们多年来一直在发表晦涩难懂的市场研究文章。华尔街也招聘过此类人才，但他们的工作仅限于市场研究，并不涉足实际交易活动。在华尔街，证券交易员总是戏称这些人为“金融工程师”，认为他们并不适合搞证券交易。克雷格·科茨是所罗门兄弟债券公司政府债券交易主管，此人是典型的交易员形象：高大和蔼、英俊潇洒，天生喜欢跟客户打交道。虽然在大学期间成绩不怎么样，但他在校篮球队打过前锋，而且对证券交易具有很大的激情。不过，这种热爱恰恰是梅里韦瑟想要从交易员身上剔除的品质。他更喜欢学者的冷静自律，依靠严格的和高度量化的手段去分析市场。

尽管大多数华尔街高管都感到学术界神秘呆板，但当过数学老师且拥有芝加哥大学工商管理硕士学位的梅里韦瑟对此却如鱼得水。因为，这才是他的优势所在。1983年，梅里韦瑟给埃里克·罗森菲尔德打电话，询问能否推荐几位学生过来。罗森菲尔德毕业于麻省理工学院，性格温顺，在哈佛商学院担任助教。他的父亲是麻省康科德市一位小有成就的资金经理（money manager）。罗森菲尔德是个电脑迷，当时已经在使用量化工具进行投资活动。不过他在哈佛的日子并不好过。[7]罗森菲尔德无疑非常聪明，但是他的课讲得过于简洁，显得干巴巴的，而且在课堂上缺少指点江山的气度，看起来没有说服力。远远看去，他就像一根又瘦又长的麻秆，学生们都不服他。有一位同事回忆称：“有一次学生们甚至把他暴打了一顿。”接到梅里韦瑟的电话时，罗森菲尔德正在批改试卷。据他回忆，那时他的年薪差不多是3万美元。罗森菲尔德一口答应了梅里韦瑟，并亲自为所罗门兄弟债券公司物色人选。10天之后，他加入了这家公司。[8]

梅里韦瑟再接再厉，在罗森菲尔德之后，他又请来了伊朗裔的犹太人维克托·哈贾尼，此人拥有伦敦经济学院金融硕士学位；来自阿肯色州的格雷戈里·霍金斯，他曾帮助克林顿竞选州检察长，后来在麻省理工学院获得金融经济学博士学位；以及威廉·克拉斯科，此人拥有麻省理工学院博士学位，是一位非常善于运用数学思维考虑问题的经济学家，也是罗森菲尔德在哈佛的同事。不过要说梅里韦瑟招到的最古怪且最聪明的学者，恐怕要数劳伦斯·希利布兰德了，他在麻省理工学院拿到了两个学位。希利布兰德一开始供职于所罗门兄弟债券公司的研究部——典型的书呆子扎堆的地方。但梅里韦瑟很快就发现这是位奇才，然后把他调到了套利业务组，正是这个部门为以后的长期资本管理基金奠定了基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这帮家伙很快聚集到了华尔街，他们极尽所能地四处下载所有债券交易的历史价格信息，从中提取数据关系，然后开发数学模型，模拟这些价格未来可能出现的变化。这样一来，当市场价格出现偏离时，计算机模型就会提前做出预测。

当然，计算机模型并不会下交易指令，它们只不过是提供背景信息以供人脑进行判断。换句话说，这些模型实现了复杂交易的简单化。或许两年期国库券收益和十年期债券收益的价差并没有人们通常想得那么大，但如果和另一个国家类似债券的价差相比，或许这一价差又会显得太小。总而言之，这些模型可以把各个市场的交易情况浓缩成一个简单而突出的问题，就好像该部门有人所说的那样："了解了世界各地的市场信息之后，如收益曲线形状、波动性和利率，金融市场报表之间还会有什么差异？"这就是学者们讨论市场的方式，也是他们思考问题的方式。在他们眼中，每一种价格都是一份报表，如果两份报表相互矛盾，就表明市场存在套利交易的机会。

实际上，要不是因为两大有利因素的存在，这一实验活动很可能会以失败收场。第一个有利因素是，这些学者教授极其聪明。他们沉迷于这项工作，发现市场中蕴藏着很多机会，特别是金融衍生品这个新兴市场。这些教授所说的机会其实是指市场低效性。在充分高效的市场中，所有（证券）产品的价格都是正确的，这样就不存在交易的可能性了。正是因为证券市场还在不断地发展演化，其中的价格才会经常出现错误和背离，从而带来众多套利交易机会。此外，他们还坚信学术界普遍认同的观点，认为随着时间的推移，任何市场都会逐渐变得更为高效。

具体而言，他们认为风险较高的债券和风险较低的债券之间的价差会逐步缩小。之所以得出这一结论，是因为价差能够部分反映出偶发资产相关的不确定性。随着时间的推移，如果市场的确变得更为高效，风险较高的债券就会减少波动、降低不确定性，进而导致投资者要求的溢价逐渐收敛。例如20世纪80年代初，金融互换（一种出现较晚的衍生品交易）的价差为2个百分点，业务组一位初级交易员回忆称："他们看到这个数据都说：'怎么这么高？这肯定有问题，市场的长期发展趋势必然是更为高效。'"

后来互换产品的价差果然出现了收缩，先是降至1个百分点，最终达到0.25个百分点。当时整个华尔街都在从事这项交易，其中也包括所罗门兄弟债券公司的政府业务组，负责人就是前面提到的那位科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

茨。梅里韦瑟的套利业务组也做这项交易，唯一的区别是他们的投资规模要大得多。即使一项交易对其不利，这些套利者（尤其是过度自信的希利布兰德）也会把赌注翻倍。在数学模型的支持下，他们自我感觉比别的交易者更加底气十足，甚至可以说是无往而不利。如果有足够的时间和资金，这些学术界天才便认为自己永远不会犯错。而由于经常到学术会议上物色人才，梅里韦瑟也逐渐接受了这些天才的观点。

第二个有利因素是，这些教授得到了很好的保护，使他们可以远离办公室政治，而且能够运用公司资金进行交易。但是对梅里韦瑟来说，这次实验差点功亏一篑，原因是这群书呆子简直太与世隔绝了。比方说希利布兰德，这位来自新泽西州切里希尔市，在工程师家庭长大的学者，根本就是学术版的阿尔·戈尔——完全不懂社交，就连回答最简单的问题都是满口技术术语，虽然如数字般精确但着实令人感到乏味。有一次，一位其他部门的交易员和他探讨一组证券的买卖问题，希利布兰德像辅导学生一样说：“这些债券的定价实在太匪夷所思了。”旁边一位早已习惯被交易员取笑的同事附和道：“就是，简直匪夷所思。”和周围吵闹的交易员相比，套利业务组都是性格文静的知识分子。为业务组开发过众多数学模型的克拉斯科的桌面永远干净整洁；罗森菲尔德有点黑色幽默，不过在这个合伙人很少读过大学，更谈不上在麻省理工研究生院深造的公司里，他总是十分腼腆而安静。

至此，梅里韦瑟已经拥有了可以在华尔街大展身手的团队。后来，所罗门兄弟债券公司的竞争对手也纷纷效仿，大肆招募学者加盟。公司投行负责人杰伊·希金斯称：“他招的这些家伙都是企业高管眼中的怪人，他们在梅里韦瑟打造的个人实验室内自行其是，完全不受公司约束。”[9]

这些学者教授非常擅长把交易活动归纳成报表中的加号和减号，他们可以把火腿三明治分解成影响市场波动的风险因素，但是却很难和常人进行正常沟通。为了让他们更好地发挥才能，梅里韦瑟建立了一个安全而自足的工作环境，把套利业务组变成了公司内部的小天地。在他的努力下，这帮学者型交易员彼此熟络成为亲密战友，但是跟其他部门的人却很少有来往。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梅里韦瑟对这些学者的影响有多大呢？这么说吧，只要他说“周日我们去打高尔夫”，甚至不用后半句“希望大家都能参加”，大伙儿就一准儿会全部到场。像希利布兰德和罗森菲尔德以前从没打过高尔夫，但在梅里韦瑟的影响下很快就学会了。梅里韦瑟养成了养马的爱好，甚至专门买了几匹纯种马。在他的影响下，这帮交易员也经常去赛马场。此外，每年他还会带全体同事及其家属到安提瓜去度假。梅里韦瑟不但要上班时间跟下属在一起，更希望随时随地和他们相处。在培育这些交易员的同时，他也在部门之外搭建起严密的保护网，就好像童年时代罗斯莫尔的那些红色栅栏一样。

当然，像梅里韦瑟这样典型的投机者，肯定一有机会就向这些学者灌输赌博的概念，直至使其成为这个小团体日常生活中密不可分的一部分。每到周末的高尔夫聚会，他们都会设计细致无比的比赛赌局。除此之外，他们还赌马，参加大西洋城赌场一日游，赌选举结果，赌身边一切感兴趣的东西。即使讨论体育比赛，他们关注的也不是赛事本身，而是在赌比分差距。

梅里韦瑟很喜欢和这些交易员玩撒谎游戏[6]，这个游戏很简单，需要用纸币上的序号向上家叫板。他喜欢用这个游戏测试交易员，磨炼他们的赌博本能。如果大家不好好玩儿，梅里韦瑟就会很生气，甚至威胁他们要退出。这个游戏一开始只是为了好玩儿，但后来就认真起来了，他们经常一玩就是几个小时，有时还会下几万美元的赌注。罗森菲尔德在办公室的抽屉里有一个信封，里面装有几百张纸币，随时准备玩游戏用。如果游戏中部分纸币出现得太频繁，他们就会换用计算机，自动生成随机数字序列。套利业务组的小伙子们似乎对此非常上瘾，所罗门兄弟债券公司首席财务官杰拉德·罗森菲尔德回忆称：“只要和这帮人一起去吃晚饭，就没有一次不玩这个游戏的，最后由输了的人结账。”梅里韦瑟很会玩撒谎游戏，埃里克·罗森菲尔德（和前面那个罗森菲尔德无关）也很擅长，此人也是面无表情，让人猜不透他的心里在想什么。希利布兰德是个心直口快的人，不会撒谎，玩了很久都没骗过别人。此人一脸胡子，脑子特别好使，总是一副超然世外的表情。有一次，大伙儿问他找个做抵押业务的老婆感觉是否别扭（希利布兰德交易的债券就是他老婆的产品），他不疼不痒地回答：“我们回家从不谈公事。”

套利业务组共有12人，内部关系非常密切。这个组的位置就在所罗门兄弟债券公司闹哄哄的交易大厅中央，由两排桌椅组成，就是汤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

姆·沃尔夫在电影《夜都迷情》投行里的那种摆设。兰迪·希勒曾在该部门担任抵押品交易员，由于受不了这里的圈子文化而选择离开。对于这样的人，梅里韦瑟总是以“叛徒”视之，甚至命令其他同事不得再和此人打高尔夫，以此作为报复。不过离开的毕竟是少数，大部分人都留了下来，他们对梅里韦瑟极为推崇，谈到他时都会压低声音，仿佛那是带领族人的部族长老。梅里韦瑟虽然很少夸奖同事，但是却为他们带来了更大的回报。他的兴趣和好奇心不断激励着这些学者使自己和整个团队变得越来越出色。而且，这位管理者对于属下高度尊重，他从不对他们大喊大叫，哪怕自己有权这样去做。对这些交易员来说，代表梅里韦瑟姓名缩写的“J.M”字样，简直像永不磨灭的星光一样闪耀。

虽然在楼上有独立的办公室，但梅里韦瑟还是经常待在交易厅中，和同事们一起挤在小办公桌上。他总是烟不离手，一边关注欧元、美元的交易动向，一边监督这些学者们的工作，并随时提出试探性的问题。他的谦逊低调很好地掩饰了其内心的远大目标。梅里韦瑟经常说，招到的员工必须比自己更聪明。他从来不谈自己，但是大家似乎并没有发现这一点，因为他总是对别人做的事情很感兴趣。梅里韦瑟虽然没有亲自开发数学模型，但是他对模型内容了如指掌。之所以信任这些模型，是因为它们是自己的下属开发的。有一次，一名叫安迪的交易员在抵押品交易中出现亏损，向他请求加倍投入资金，梅里韦瑟想都不想就同意了。安迪问：“关于这笔交易，你难道不想多了解一些信息再决定吗？”梅里韦瑟的回答让对方大受感动：“我招你进来就完全信任你。”

1981年，梅里韦瑟和来自加州的马术师米蜜·默里结婚。婚后两人居住在纽约上东区约克大道一栋普通的两居室公寓中。根据同事的说法，他们希望要孩子，却一直没有子嗣。除了回家陪妻子，所罗门兄弟债券公司就是梅里韦瑟生活中的一切，他连午饭时间都不离开自己的办公桌。实际上，他的午间安排就像学者们开发的数学模型一样精准。所罗门兄弟债券公司中午订中餐盒饭，有好长一阵子，每天都会看到送饭伙计给梅里韦瑟带腊肠三明治和两个苹果，此外还有夹在餐盒里的账单。他会自己吃一个苹果，另一个给同事以示鼓励。同事们也点中餐，如果吃饭时汤汁不小心流到梅里韦瑟的桌子上，他就会闷闷不乐地说：“这下可好，我得回楼上去办公了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和华尔街颐指气使的投行大佬们迥异，梅里韦瑟更喜欢和成长背景相同的学者们相处，而不是跟财大气粗的高管们打交道，哪怕其个人资产已足够加入富豪俱乐部。在甚嚣尘上的20世纪80年代，搞投行的都以登上各大新闻版面为荣，但梅里韦瑟却很讨厌被人关注（他甚至去掉了公司年报中的个人照片）。此外，他还拒绝食用任何带有法式风味的餐饮。在东京时，他每餐都在麦当劳解决。作为一个与金融行业格格不入的外来者，他在华尔街成功地打造了一个高度凝聚、忠诚和自我保护的小圈子，这个圈子就像童年时代自给自足的罗斯莫尔一样，庇护着和他一样特立独行的一帮“外行人”。有意思的是，他的追随者们在读书时代的外号都差不多，如怪人、酋长、外星人和浩克，个个都是与众不同的家伙。

梅里韦瑟虽然了解市场，但是他作为交易员的作用明显被夸大了。实际上，其真正的过人之处在于影响他人，这种影响往往是以非常低调的方式潜移默化而成的。梅里韦瑟不善于当众发言，说起话来磕磕巴巴，让听众听着有点费劲。[10]但是他的脸上总是洋溢着对团队的自信，这能有效激发下属的士气。受这种高度自信的影响，梅里韦瑟团队的战斗力十分强大；但是从另一个方面来说，这种情况也可能导致盲目和刚愎自用，让这帮学者本已存在的自信心继续膨胀。另外，梅里韦瑟毫无保留地支持希利布兰德和其他成员利用公司资金进行交易，此举透露出的信号其实很危险——让这个团队认为任何资金需求都能得到满足。

随着套利业务组成为摇钱树，所罗门兄弟债券公司的业务范围迅速扩大。梅里韦瑟的影响如日中天，让科茨等对手相形见绌。有鉴于此，公司任命他全面负责各种债券交易，其中包括政府债、抵押债、高收益企业债、欧债和日本担保债。这种变化完全可以理解，因为公司希望把套利业务组的数学模型应用到更多新的市场中。但是这种情形在公司内部的其他部门中引发了很多不满。例如，梅里韦瑟派希利布兰德或哈贾尼到伦敦或东京办事处工作时，这两个家伙对那里的交易员说：“套利是非常好的交易，光加倍可不够，你们至少要增加10倍的投资才行！”语气之大就好像他们永远不会犯错一样。希利布兰德和哈贾尼都只是二十出头的毛头小伙子，对四十多岁的老交易员说起话来就像教小孩子：“你们还是别搞了，这方面我们比谁都在行，还是带回去在套利组交易好了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

希利布兰德的行径尤其让人恼火。这家伙表面上彬彬有礼，但说起话来却总是居高临下，他那些言之凿凿的数字理论让人一听就烦。有一次他想说服大宗商品交易员采用和债券交易相似的模式交易石油价格，他摇头晃脑地说了半天，但交易员们还是半信半疑。就在这时，希利布兰德突然举起右手大声总结道："鉴于上述假设……"那情形就仿佛他是在半空中宣布神谕，要万民把话语刻在石碑上永远铭记一样。

证券交易员的生活总是紧张忙碌的，他们一整天都要在电话中大喊大叫，在办公室里牢骚不停，目不转睛地盯着电脑屏幕上快速变化的数字。与此形成鲜明对比的是，套利业务组似乎是这片喧嚣之地中的一块异域，神秘且与众不同。每天工作时，这帮小伙子一半的时间用晦涩难懂的术语讨论交易，不知道的人还以为他们在搞研讨会；另外一半的时间他们就有说有笑地玩撒谎游戏。不要小看这群身穿廉价西装、谈笑风生的书呆子，别人忙得要死也不一定有业务，而他们不费吹灰之力就能完成利润最高的交易。

这个部门有很强的隐私感，这一点似乎延续了梅里韦瑟对个人信息高度保密的习惯。虽说保密交易信息是谨慎之举，但这群学者拒绝和公司同事分享相关信息的做法还是让科茨和其他部门感到愤怒。套利业务组在全面接手债券交易之后，他们成立了自己的研究团队，严禁公司其他部门了解其交易活动。有一次，竞争对手保德信集团（Prudential-Bache）从所罗门兄弟债券公司挖走一名抵押债交易员，这件事简直被套利业务组视为一次叛变。说到此事，保德信业务经理感到十分好笑，他说："你知道这个人过来之后的第一个要求是什么吗？分析工具？更强大的电脑和软件？这些都不是，他要的是给文件柜上把锁。这就是他们的思维方式。"受益于梅里韦瑟对忠诚度的高度培养，套利业务组成功建立起一座无形之墙，把圈内人和圈外人分得一清二楚。也正是因为这样，才会导致后来的长期资本管理基金和华尔街其他投行如此疏远。希利布兰德对个人隐私的保护几乎达到了偏执狂的地步，甚至不准公司拍摄他的照片。[11]

不同于所罗门兄弟债券公司的其他业务领域陷入低谷，套利组的表现可以说是一枝独秀。希利布兰德甚至敦促公司取消投资银行业务，因为哪个部门都不如套利组业务这么红火，以至于他拿奖金拿到手软，回家时根本拎不动装满现金的袋子。又过了不久，他宣布套利组不必再向公司支付午餐费，因为这帮人已经不再在公司吃饭了。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

支持自己的自由主义观点，希利布兰德抱怨公司的午餐永远千篇一律，总是让同一家快餐公司送盒饭，言下之意是每一名交易员都应当自主选择午餐。实际上，希利布兰德不过是借题发挥，真正的问题是他和套利组的同事毫不尊重公司其他部门的老员工。在说到梅里韦瑟的手下时，希金斯称："他们就像是太空船里面独立的密封舱，压根儿不和其他人呼吸同一片空气。"

希利布兰德和罗森菲尔德不断向梅里韦瑟要更多的钱。在他们看来，所罗门兄弟债券公司平均照顾各个部门的薪酬机制是不合理的。既然公司大部分钱都是套利业务组赚来的，他们觉得理应让本部门独享收入回报。

1987年，收购大王罗纳德·佩雷尔曼对所罗门兄弟债券公司发起恶意收购。这件事让古特弗罗因德充满顾虑，因为一旦收购成功，公司信誉良好的投行形象将会付之东流。（所罗门兄弟债券公司的不少企业客户也在佩雷尔曼的恶意收购名单上。）为挫败对方的企图，古特弗罗因德决定把公司控股权出售给另一位投资者——比较友善的亿万富豪沃伦·巴菲特。希利布兰德对此感到很恼火，因为经过全面数学分析之后，他认为这是一笔不合算的交易。这位年仅27岁的神童虽然相当实诚，但他并不清楚所罗门兄弟债券公司的道德形象如果遭到破坏将会造成多大的资产损失。这位老兄愤愤不平地专程飞到奥马哈去见已成为公司董事会成员的巴菲特，希望他能回售股份，结果遭到了对方的拒绝。

这件事发生后，梅里韦瑟决定约束一下这帮年轻小伙子，给他们灌输点儿企业忠诚意识。面对其他部门一浪高过一浪的抗议声，梅里韦瑟邀请希利布兰德和罗森菲尔德与公司合伙人威廉·麦金托什一起吃饭，听听所罗门兄弟债券公司的创业故事。作为一个在爱尔兰天主教家庭环境中长大的自由民主党人，梅里韦瑟高度关注公司的共同福祉，认为这样可以为你死我活的证券交易行业带来一些温情。他并不同意下属不时提出的跳出公司另立炉灶的看法，对他们说："我必须对我的老板负责，有这种想法只能说明你们太贪婪。去看看纽约的贫民窟，你们简直身在福中不知福。"与此同时，梅里韦瑟也敦促公司对内部进行清理改革。但和下属不同的是，他同样关注其他部门的利益。如果需要动用更多的资金，经过深思熟虑之后他会对首席财务官说："我们有一笔很大的交易，有可能会损失很多钱，我觉得应该告诉你一声。"在1987年金融危机期间，套利业务组一天之内就损失了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.2亿美元。[12]尽管公司其他部门并不清楚这帮家伙到底在做什么、投资杠杆率有多高，但是他们还是打心眼儿里信任梅里韦瑟，就连他在公司里的竞争对手也欣赏他。只不过，这一切很快将会戛然而止。

在手下交易员的不停催促下，1989年，梅里韦瑟说服古特弗罗因德采用新的薪酬方案，为套利交易提供固定为15%的公司净利润。这笔交易是在希利布兰德威胁退出公司之后暗中达成的。[13]不过梅里韦瑟并没有把自己算在内，让古特弗罗因德给自己支付合理的薪资即可。紧接着，套利业务组就创造了一个丰收年，希利布兰德拿到的薪酬最高，足足有2300万美元。虽然这家伙每天依旧坐地铁上班，开一辆老式的雷克萨斯，但有关他收入的消息还是不胫而走，这让很多老员工气愤不已，因为公司其他部门从来没有执行过这样的薪酬标准。巴菲特的合伙人，所罗门兄弟债券公司董事查理·芒格说：“这个消息传出之后，公司里很多人像得了甲亢一样愤怒不已。”

在感到愤怒的人群中有位34岁的交易员，名叫保罗·莫泽尔，此人以前是套利业务组的一员，几年前被调离这个部门，去负责政府债交易工作。莫泽尔身材瘦长，两只眼睛紧靠在一起，性子比较急躁。1991年，就在希利布兰德奖金事件过去一年之后，莫泽尔来到梅里韦瑟跟前坦白了一个大事件：他向美国财政部提交虚假投标，获得了未受批准的政府债券拍卖权。

梅里韦瑟大吃一惊：“还有其他违规行为吗？”莫泽尔说没有了。

梅里韦瑟马上向古特弗罗因德汇报了情况，他们和另外两位高管都认为这是一起严重违规，但不知为何对此并没有做任何处理。虽然对莫泽尔感到恼火，但梅里韦瑟依然对他很负责。这并不奇怪，对于高度强调内外有别、积极袒护下属的梅里韦瑟来说，他也做不出过河拆桥这种事。他向领导反映，莫泽尔是名勤奋的员工，这次只不过是偶尔犯错，建议继续让他负责政府债券业务。事后来看这是一个很大的错误，不是道德错误，而是梅里韦瑟“用人不疑”思想导致的判断失误。实际上，莫泽尔是个很不稳定的交易员，他在交易过程中不是冷静追求利润，而是经常因为怄气而做出完全不理智的举动。他曾多次毫无忌惮地违反公司规定，不但抹黑了梅里韦瑟的信誉，而且危及整个公司的形象。可以说，莫泽尔这次违规实在是愚不可及，以至于各级上司压根儿没想过该怎么处理。作为公司债券业务的总负责人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梅里韦瑟哪里想得到自己的下属会对美国财政部撒谎。不过事发之后，梅里韦瑟对此毫不追究确实令人费解。又过了几个月，所罗门兄弟债券公司吃惊地发现莫泽尔向梅里韦瑟坦白的情况原来大为缩水，他犯下的其他违规行为还有很多。这一次，公司没有等闲视之，赶紧把情况向上面做了汇报，结果让美国财政部和美联储大为光火。这起丑闻引发的轰动远远超出了违规行为本身应得的处罚，这或许是因为事件造成的影响极其恶劣。[14]不管怎么说，美国财政部岂是你一个小小职员可以戏耍和欺骗的？最终，这件事导致华尔街传奇人物古特弗罗因德的黯然离职。

随后，巴菲特连夜从奥马哈赶来主持大局，担任公司的临时首席执行官。他到任后的第一件事就是向各位高管询问：“我们能否保住梅里韦瑟？”梅里韦瑟不但是公司的摇钱树，而且在工作责任方面也令人无可指责。作为其下属的交易员纷纷挺身而出，证明事件发生后梅里韦瑟马上向上级做了汇报。然而这些努力在当时的情况下已经于事无补，面对丑闻带来的巨大压力，当初招聘梅里韦瑟进入公司的麦金托什来到位于42楼的办公室，对他说为了公司着想最好还是主动辞职。整件事发生得太快，在套利业务组还没搞明白情况时，他们的经理就已经离职了。辞职风波来得如此突然，以至于梅里韦瑟自己也感到难以置信。更糟糕的是，一时间他成了各大媒体争相报道的封面人物。后来他向《商业周刊》表示：“我是一个非常害羞、高度内省的人。”[15]实际上这起风波的幕后真相是，梅里韦瑟成了公司的替罪羊，自己并没有做错什么却替别人背了黑锅。媒体的大肆渲染从此让他行事更为低调，这也为后来的长期资本管理基金埋下了隐患。与此同时，在套利业务组内部，大家正在想方设法让老领导赶快回归。希利布兰德和罗森菲尔德依然保留着梅里韦瑟的办公室，里面的球杆、桌椅和电脑全都原封未动，和他离开时一模一样，就好像这位经理去外面度长假了。不过新来的执行官德里克·莫恩可不这么想，觉得让梅里韦瑟回来只会对自己构成挑战。果不其然，一年后，当梅里韦瑟处理完莫泽尔事件造成的法律问题之后，希利布兰德和罗森菲尔德（两人已分别担任套利业务和政府债业务主管）便开始游说公司领导，让梅里韦瑟回来当联合首席执行官[7]。

莫恩是个典型的官僚派，深知绝不能让梅里韦瑟回来威胁自己的地位。当时他正试图改造所罗门兄弟债券公司，将其转变成一家全球性多元化服务银行，并把套利业务改编成一个部门，改变其一家独大的局面。希利布兰德反对这种做法，在梅里韦瑟不在的日子里他也越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来越自行其是。他想让公司砍掉投行业务，减少其他部门的开支，集中力量搞套利业务。在此期间，他在抵押债交易中投入重金进行了一场豪赌，让公司出现近4亿美元的账面损失。换作其他交易员，估计吓得早就收手了，但希利布兰德却毫不在意，甚至要求公司再追加一倍的投资。希利布兰德坚信自己的交易会获利，为此他能承受其他交易员无法承受的痛苦挣扎。他说市场就像变形的弹簧，早晚都会弹回原状。据说，他这辈子唯一出现过的永久性损失，是没给自己搞一张印有“天生赌神”的证明书。不过这种对自我判断的坚信，倘若不会发展成狂妄自大，倒是的确可以产生一些有限的影响。

追加一倍的投资显然太过分了，管理层最终决定让希利布兰德维持交易现状。最终，这次交易还是为公司赢得了回报。但这件事让管理者意识到，不能纵容希利布兰德一边批评其他部门乱花钱，一边毫无限制地动用公司资金随时为套利业务补窟窿。由于几位高管就该业务的可用资金数额和可承受风险程度等问题无法达成一致意见，因此只认死理的希利布兰德不得不对他们长篇大论几个小时。他们要讨论的问题简而言之就是，如果这一市场弹簧真的变形了，套利业务组最多能承受多少投资损失？实际上，巴菲特和芒格对希利布兰德那一套复杂的数学描述没有多少信心。[16]巴菲特同意让梅里韦瑟回来，不过不能像希利布兰德建议的那样，把整个公司交给他负责。

无论如何，梅里韦瑟已经不可能风光无限地回归所罗门兄弟债券公司了。“莫泽尔丑闻”彻底堵死了他的退路，使其无法再回到原来的高位。不过，这件事也为梅里韦瑟带来了新的机遇。这位时年45岁、一头自来卷发、眼神深不可测的昔日功臣已不再留恋所罗门兄弟债券公司，而是决定成立新的套利基金或对冲基金自己单干。他已经做好了对老东家进行突袭的准备。

[1] 通常，做空者会卖出借入的证券，他们认为在未来某一时点归还证券时，其预计价格将会出现下跌。在这里，低买高卖的原则依然适用，只不过卖空者是反向操作—先以高价格卖出，再以低价格买入。
[2] 美国作家，作品大多讲穷孩子奋斗成功的故事。——译者注
[3] 自己推断的，原文没有写清楚第二种特质到底是什么。——译者注
[4] 1盎司=28.35克。
[5] 利率上升，债券损失价值。——译者注
[6] 酒吧里的一种色子游戏。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[7] 证券交易委员会提起民事诉讼，控告梅里韦瑟未能尽职监督莫泽尔的工作。梅里韦瑟对指控既不承认也不反对，选择庭外和解，接受禁止从业3个月的处罚，并支付了5万美元的罚款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章　对冲基金

“我喜欢对冲。”

——亨利·菲尔丁，1736年

“大胆预测，谨慎保值。”

——奥利弗·温德尔·霍姆斯，1861年

20世纪90年代初，梅里韦瑟准备重操旧业时，美国的投资行业正处于黄金期。越来越多的美国人开始拥有投资产品，股价一飞冲天；市场指数一次又一次地创下新高，前一天的纪录第二天就会被刷新。投资者们虽然眼花缭乱，但他们并不感到满足。这是一个黄金时代，也是一个动荡时代。一旦有闲暇时间，美国人马上就会紧张不安地盯着电脑屏幕，关注市场的最新动向。股票显示屏无处不在，无论在健身房、飞机场还是酒吧，人们都能看到不停跳动的价格。学者专家们卖力鼓吹牛市或熊市，虽然从不靠谱，但老百姓还是听得津津有味。投资者们既贪婪又警惕，一夜暴富起来的人希望寻找新的投资渠道——即使股市崩溃也不会让他们出现重大损失的渠道。

美国的富裕人群数量也史无前例地出现了猛增。受益于股市繁荣，全球范围内至少有600万美国人跨入百万富翁俱乐部，拥有的总资产高达17万亿美元。[1]至少对于这600万幸运儿来说，投资对冲基金具有神秘的吸引力。

其实在美国《证券法》中，对冲基金这一表述并不存在。在实际生活中，它指的是一种有限合伙基金，这种基金早在20世纪20年代就曾少量出现过。被誉为“价值投资之父”的本杰明·格雷厄姆大概是经营对冲基金的第一人。与共同基金不同的是，这种合伙型基金是在华尔街幕后运作的，是针对富豪的私募型基金，很大程度上完全不受管理约束。这种基金无须在证券交易委员会登记，有一些只需要在华盛顿的商品期货交易委员会做简单登记。对于大部分对冲基金来说，其投资组合内容都是秘而不宣的。通常，它们可以通过选择客户从而借贷到足够多的资金（或是得到足够多的银行贷款，两者通常是一回事）。对冲基金和共同基金的另一个不同点在于，它们不必考虑投资多样化，而是可以最大限度地集中投资组合。实际上，对冲基金可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随意选择任何一种或多种新型投资手段，如期权、衍生品、卖空、高杠杆收益产品等。

为享有这种投资自由，对冲基金必须对投资者设定严格的准入门槛。换句话说，它们更像是一种私人俱乐部游戏。按照法律规定，基金可招募不超过99位投资者，每人或每家机构的准入资金不低于100万美元；或是招募500位投资者，每人拥有的投资产品不低于500万美元。这一规定暗示的信息是，如果一只基金只对少数百万富翁和机构投资者开放，那就意味着证交会之类的机构根本懒得去管理监督。当然，游戏这么玩必须有一个前提，即这些百万富翁知道自己在干什么，因为缺乏监管意味着一切损失他们都必须自行承担。

在当前金融市场中，对冲基金管理者是一个颇为神秘的群体。但是在20世纪八九十年代并非如此，有几家对冲基金管理机构可谓臭名昭著，其中最有名的非外币投机者乔治·索罗斯莫属。1992年，索罗斯的量子基金狙击英格兰银行，通过卖空迫使英镑急剧贬值。一时间该基金名声大噪，这笔交易使其获利高达10亿美元。几年后，由于迫使东南亚货币急速贬值，索罗斯成为众矢之的，不过把这件事全部归咎于他似乎有失公允。在索罗斯和其他高调管理者（如朱利安·罗伯逊和迈克尔·斯坦哈特）的“努力”下，对冲基金成功地树立起敢于搅乱市场的大胆海盗形象。斯坦哈特曾吹嘘称，他们那帮人是美国少有的拥有资本主义拓荒时期城堡的人。[2]这是一群胆大包天的冒险者，要么获得滚滚盈利，要么输得惊心动魄。在1998年版的《韦氏大学英语词典》中，对冲基金一词的释义为“高风险的投机手段”。

其实除了这些声名狼藉的个例外，大部分对冲基金都相当低调温和，这才是它们的本质和迷人之处。“对冲基金”是个通俗说法，源自于“对冲赌局”这一表达，意为通过设定反向操作的方式在投机交易中避免出现损失。这一说法大概来自于搭建篱笆墙以免花园遭到破坏的概念，最早见于莎士比亚的文学作品。[3]在阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯之前，从来没人想过在投资基金中使用这一表达。琼斯是梅里韦瑟效仿的前辈，此人曾在1949年成立一只合伙型基金。[4]虽然合伙型基金早已有之，但琼斯这位在澳大利亚出生的《财富》记者却是第一个以平衡方式（即对冲方式）管理投资组合的人。由于担心股票会在熊市中下跌，琼斯决定通过对冲方式中和市场风险，即同时做多和做空股市。和大多数投资者一样，他也是买入看起来价格较低的股票，与此同时卖空估价过高的股票。至少从理论上说，琼斯的投资组合具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场中立效果。这样一来，无论是发生战争、总统弹劾还是天气变化，任何可能导致市场出现上行或下行的事件都只能带来部分影响，使他一半的投资上涨，另一半的投资下跌。至于投资净收益，这要取决于他选择股票的能力，即能否做到去芜存菁。

不难看出，这是一种很保守的投资方式，赚得少但赔得也少，对于20世纪90年代如惊弓之鸟一样的投资者很有吸引力。不同于疯狂的索罗斯，大部分现代对冲基金的宣传口号是既稳定又盈利。随着时间的推移，这些基金有望获得可观的回报，而不是跟着市场大盘亦步亦趋。在理想情况下，它们的回报率可看齐或超过一般的股票型基金，即使在大盘下跌时也能保证不出现损失。

当美国人都忙着比较投资回报率时，名不见经传的对冲基金被悄悄地蒙上了一层神秘的色彩，它们似乎可以帮助富豪们绕开市场风险，实现投资的稳赚不赔。在周末的烧烤会上，人人都在谈论共同基金，但共同基金实在是太逊色了！对于有身份的人，那些在汉普顿度假，用意大利名牌搞奢侈装修的人，经常光顾艺术展和慈善晚宴的人，投资对冲基金才显得有地位，因为搞这一行的都是华尔街智商最高的家伙。当人人都在谈投资的时候，在网球场边漫不经心地透露对冲基金经理正为自己打理投资，还有什么能比这更有面子？换句话说，对冲基金俨然成了豪富和精英的代名词。有意思的是，对冲基金征收的管理费高得令人咋舌，这不但没有吓倒投资者，反而让更多的人趋之若鹜。在他们看来，要不是由绝顶聪明的天才管理资金，谁会收取这么高的费用？对冲基金管理者不但享有很高比例的投资利润，而且要求占有一定比例的投资资产。

出于种种原因，对冲基金的数量在美国一下子出现了井喷。1968年，根据证交会的统计，美国只有215只对冲基金。[5]而截至20世纪90年代，这一数量超过3000只（没有人知道确切数量），涉及的投资风格和资产类型五花八门。在这些对冲基金中，大部分规模都很小，全部资产加起来大约有3000亿美元。相比之下，共同基金的资产规模高达3.2万亿美元。[6]尽管如此，投资者还是渴望更多选择。他们不停地寻找既大胆又安全的普通衍生品，这些产品不一定风险最高，但操作一定最可靠；不一定名气最响，但管理者一定要最聪明。没错，这就是梅里韦瑟打算建立的对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

效仿阿尔弗雷德·琼斯的投资风格，梅里韦瑟认为长期资本管理基金应注重债券市场的“相对价值”交易。公司可买入卖出一些债券，根据特征进行配对，然后赌其价差会扩大还是缩小。比方说，如果意大利的利率比德国高不少，这就意味着前者的债券比后者便宜，如果价差缩小，买入意大利债券并卖空德国债券就会盈利。这是一种相对低风险的交易策略。由于债券的涨跌通常是同步的，所以价差变化不如债券本身变化那么大。和琼斯的基金一样，从理论上说无论市场是涨是跌，甚至是崩溃，长期资本管理基金都不会受到影响。

和琼斯的基金最大的不同之处在于，梅里韦瑟一开始就计划让长期资基金采用20~30倍，甚至更高倍数的资金杠杆。这是长期资本管理基金取得成功必须采用的策略，因为在大多数情况下，债券买卖之间的价差实在是小得可怜。要想凭借这么小的价差来大举获利，长期资本管理基金就不得不把赌局放大很多很多倍。打个比方来说，这一策略的效果就像游乐场里的跷跷板，只要设置合适的杠杆支点，小孩子也能轻松撬起比自己重几倍的庞然大物。金融交易中的杠杆率发挥的也是同样的作用，它能有效放大投资者的获利能力，因为你借贷的资本会像本金一样带来投资回报。当然，反过来说这种操作如果失败，投资亏损也会成倍地增加。如果出于某些原因长期资本管理基金的投资策略失败，由此造成的损失将会非常庞大，而且增长速度也会非常惊人。这种情况一旦出现可以说是性命攸关，不过在当时看来似乎还遥不可及。

1993年年初，梅里韦瑟打电话给美林银行董事会主席丹尼尔·塔利。由于担心莫泽尔事件仍对自己不利，梅里韦瑟开口便问：“你是否认可我的行业信誉？”塔利表示认可。随后，塔利安排梅里韦瑟和美林银行负责对冲基金募资的主管碰头。没过多久，美林银行同意为长期资本管理基金募集启动资金。

梅里韦瑟的计划可谓雄心勃勃，虽然没有所罗门兄弟债券公司几十亿的资本、信贷、信息网络和7000多名员工，但他却希望基金能复制套利组的巨大成功，把业务延伸到全球范围，建立庞大的市场优势。作为所罗门兄弟债券公司的昔日功臣，如此被扫地出门令他感到十分耻辱，而最好的报复莫过于创造更大的成就。

梅里韦瑟希望募集的资金是25亿美元，这简直是一个天文数字，一般基金的启动资本最多只有250万美元。可以说，关于长期资本管理基金的一切都是那么雄心勃勃，它的管理费也比行业平均水平高得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多。梅里韦瑟及其合伙人可享有25%的投资收益，外加总资产每年2%的管理费。相比之下，大部分基金管理者只要求享有20%的投资收益和总资产每年1%的管理费。梅里韦瑟认为这样的收费有利于维持国际化运作，其实这不过是其雄心壮志的一种体现而已。

此外，该基金要求投资者承诺至少3年的投资锁定期，这也是对冲基金行业中闻所未闻的。锁定投资不难理解，如果市场环境不利于基金表现，锁定投资期限可以为长期资本管理基金提供一个缓冲期，就好像银行没钱时可以对储户说“明天再来”一样的道理。这样做等于让投资者无条件地信任梅里韦瑟。对于尚无盈利业绩的他来说，这种要求似乎有些过高了。尽管套利业务组在他的领导下为所罗门兄弟债券公司日进斗金，但这家公司的具体盈利情况却从未对外正式披露过。退一步说，即使投资者知道他是公司的摇钱树，但是对于他如何交易盈利仍然一无所知。整个基金最根本的东西，那些模型、价差和闻所未闻的各种衍生品，都是投资者搞不清楚的。更何况，要完全信任莫泽尔事件的主角，刚刚接受过证交会处罚的梅里韦瑟，投资者们怎能不心存疑虑？

当美林银行忙着为基金制订募资方案时，梅里韦瑟的老部下也开始从所罗门兄弟债券公司纷纷离职。1993年，埃里克·罗森菲尔德第一个退出，伊朗裔犹太人维克托·哈贾尼紧随其后，他在所罗门兄弟债券公司交易大厅公开宣布这个消息时甚至赢得满堂喝彩。7月，格雷戈里·霍金斯退出公司。至此，梅里韦瑟团队核心只差希利布兰德一人了，此时他正陷入左右为难的境地，一边是所罗门兄弟债券公司拼命想要留住这位赚钱大师，另一边是梅里韦瑟也在热情地召唤他归队。出于对老同事的敬意和负责，梅里韦瑟执意把董事会非执行主席的职位留给“华尔街之王”，曾经执掌所罗门兄弟债券公司的古特弗罗因德，只要他愿意放弃和所罗门两败俱伤的欠薪之争。对于套利组的成功，古特弗罗因德是一个被人忽略的人物，实际上他曾发挥过非常重要的作用，在交易员偶尔冲动过头时给他们泼泼冷水。现在他不用这么做了，在长期资本管理基金，梅里韦瑟自然会亲自管教这帮下属。

无论从哪个层面来说，和古特弗罗因德或这帮极富天分的年轻交易员相比，显然梅里韦瑟更为迫切需要一种资质证明。他需要建立优势，可以向投资者证明其大胆计划可行的优势。他必须重新打造团队，向投资者表明这不是一帮搞债券的毛头小伙子，他们是在进行一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场目标更为宏大的金融实验。现在他要招聘的可不是什么默默无闻的大学助教，依靠这种角色肯定筹不到25亿美元。这一次，梅里韦瑟直接把目光对准了学术界的顶尖人物——来自哈佛大学，被众多学者认为是金融界泰斗的罗伯特·C.默顿。默顿曾培养过好几代华尔街交易员，其中包括埃里克·罗森菲尔德。20世纪80年代，罗森菲尔德曾游说默顿担任所罗门兄弟债券公司咨询顾问，因此套利业务组对他来说并不陌生。更重要的是，默顿的名号就像一块敲门砖，不但在美国极为响亮，还可以轻松叩开欧洲和亚洲的市场大门。

默顿之父是哥伦比亚大学著名的社会科学家罗伯特·金·默顿，长期从事科学家行为方式的研究。在儿子出生后不久，老默顿萌生了利用儿子检验自己提出的“自我实现预言效应”（即“皮格马利翁效应”）的想法。这种效应认为，由于担心银行倒闭而拼命跑去取钱的储户，最后真的会导致银行倒闭，有点像“狼来了”的故事。[7]在纽约市郊哈德森的黑斯廷斯长大的小默顿，从小就练就了通过系统方式解决大小问题的能力。作为资深棒球迷和汽车爱好者，他下了不少力气牢记每个球员的平均击球率，以及每一款美国汽车的发动机型号标准。[8]打扑克牌的时候，他会盯着灯泡看以收缩瞳孔，沉浸在自己的世界中仿佛身边什么都不存在。好像要效仿父亲研究的那些科学家一样，小默顿很早就表现出许多与众不同之处，就像后来有作家描述的那样，他随时都在“寻找身边一切秩序的存在”。[9]

在加州理工大学读研时，默顿对投资产生了兴趣。他经常早上六点半就赶到当地的交易所等待纽约股市开盘，然后花上个把小时进行交易并观察市场。后来，他幸运地转到麻省理工学院学习经济学。20世纪60年代末，经济学家刚刚开始把金融转型为数学学科。在经济学大师保罗·萨缪尔森的指导下，默顿所做的工作毫不亚于开创一个全新的世界。直到那时，经济学家们才终于建立起描述市场运行的数学模型，至少从理论上，该模型能够揭示市场在任何时点的具体表现。默顿在金融领域开创的成就，可以比拟牛顿对物理学的贡献，他孜孜不倦地对一系列极其微小的时点进行价格建模，建立起“持续时点金融”。几年后，法国兴业银行衍生品研究专家斯坦·乔纳斯对其盛赞称：“有关金融学的一切，默顿早在20世纪70年代的笔记中就已经全部提到了。”默顿的讲义笔记也成为金融学专业的蓝宝书。

20世纪70年代初，默顿开始解决费希尔·布莱克和迈伦·斯科尔斯这两位经济学家研究了一半的问题：为股票期权推导价格计算公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式。他敏锐地察觉到期权和标的股票之间的密切关系，并通过完美的数学运算解开了这一难题。但是他并不急着发表成果，而是静待两位前辈先行一步。最终，这一公式被命名为布莱克-斯科尔斯模型，成为金融界具有深远影响的大事件。由于股票期权市场当时尚不存在，因此一开始很少有人听说或关注这一公式。凑巧的是，就在公式发表一个月之后，芝加哥期权交易所宣布股票期权挂牌交易。很快，得州仪器公司开始在《华尔街日报》刊登销售广告，称："布莱克和斯科尔斯就是使用我们的计算器推导期权价格公式的。"[10]就这样，美国金融界才开始走上衍生品发展之路。在此之前，从未有学者能如此深刻地影响过华尔街。

到了20世纪80年代，梅里韦瑟和很多交易员已经可以像操作股票和债券那样熟练地交易各种金融衍生品了。不同于实际的证券，衍生品不过是从股票、债券或其他资产的价值中衍生而出的合约。例如，股票期权的价值、在指定时间以指定价格购买股票的权利等，这些价值和权利都会随着标的股价的变化而变动。

接到长期资本管理基金的邀请时，默顿高兴得几乎跳了起来，因为这是一个在真实环境中检验其金融理论的好机会。他认为金融衍生品已经打破了投资公司、银行和其他金融机构之间的界线。在默顿参与创造的衍生品无处不在的新时代，任何人都可以承担贷款或提供股权的风险，只要设计相关合约就可以转移这些风险。对这种新事物来说，其功能意义远远大于形式意义。实际上，抵押债券的出现已经证明了衍生品是可行的，以前只能由本地银行提供的抵押贷款服务，现在只要通过资产证券化就可以从不同渠道吸引各种投资者的资金。

因此，默顿并不认为长期资本是一只"对冲基金"，他们这些大学者是不屑于使用这种表达的。在他们看来，这是一种最新的金融中间服务，可以像银行那样为市场提供资金。我们都知道，银行通过吸储放贷的方式维持运营，它的资产（即贷款）必须和负债相吻合，因为放贷收取的利率略高于向储户支付的存款利率，银行服务本质上赚的就是其中的价差。与此类似，长期资本管理基金通过卖出和买入不同债券的方式进行借贷操作，前提是这些债券需求量较低，可产生稍高的利率回报。正因为如此，基金才能像银行那样赚取价差。当然，这个表述过于简化，通过买入风险较高（收益也较高）的债券，长期资本管理基金还可以为市场提供"流动性"，而银行并不提供这种服务。由于默顿的贡献，新兴的对冲基金终于有了积极正面的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

遗憾的是，默顿对于推销基金毫无帮助。他满脑子都是严肃的理论，而且在哈佛大学忙于授课，无暇进行产品推广。1993年夏天，梅里韦瑟又招了一名学术明星：迈伦·斯科尔斯。虽然斯科尔斯在学术界算不上是重量级人物，但他在华尔街的名气可不小，这主要归功于他参与开发的布莱克-斯科尔斯期权价格模型。斯科尔斯也曾在所罗门兄弟债券公司工作过，和梅里韦瑟等人关系不错。拥有这两位金融界大腕和诺贝尔奖候选人之后，长期资本管理基金就像请来了乔丹和拳王阿里，知名度马上出现了飙升。一位后来投资该基金的资金经理称：“投资者对于这只神秘基金变得越来越好奇了。”

1993年秋天，美林银行大胆的募资行动开始启动了。他们把重要客户用豪华轿车迎接到位于曼哈顿南端的美林银行总部，为其举行基金说明会。在签字承诺不会泄密之后，再送他们打道回府。随后，美林银行和各方合作伙伴开始路演，先后经过波士顿、费城、塔拉哈斯、亚特兰大、芝加哥、圣路易斯、辛辛那提、麦迪逊、堪萨斯城、达拉斯、丹佛、洛杉矶、阿姆斯特丹、伦敦、马德里、巴黎、布鲁塞尔、苏黎世、罗马、圣保罗、布宜诺斯艾利斯、东京、中国香港、阿布扎比和沙特阿拉伯。长期资本管理基金为每位投资者设定的准入门槛是100万美元。

路演一开始进行得很糟糕。梅里韦瑟虽然像个发言人，但是透露的信息太少，好像多说一句都会导致基金泄密。美林银行负责基金筹款工作的戴尔·迈耶牢骚满腹：“人人争睹梅里韦瑟的风采，谁想到他一句话也不说。”行事稳健的罗森菲尔德更是低调，他的演讲让人昏昏欲睡。默顿以前的学生格雷戈里·霍金斯最糟糕，演示产品时画了一黑板的代数公式和希腊符号。总之，这帮人根本不会画饼，听上去完全是一群数学教授在讲课。就连基金的名称也中规中矩，缺乏吸引力，只有默顿这位老先生对此赞赏不已。这样的路演怎能吸引投资者呢？有些人放弃是因为梅里韦瑟不愿多谈投资策略的细节，有些人则被过高的杠杆率吓得不敢尝试，而这一点还是梅里韦瑟反复思考之后才肯透露的内容。像洛克菲勒基金会和洛斯集团等机构投资者，看到如此高的管理费都退缩不前。毕竟，长期资本管理基金的投资策略尚未经过检验，那些建议机构进行投资的顾问以及有权决定企业资金投资方向的主管都感到犹豫不决。

致力于提升基金形象的梅里韦瑟毫不气馁，他来到奥马哈和巴菲特共进晚餐。梅里韦瑟很清楚，只要巴菲特愿意投资，其他人马上就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会跟进。这位谈笑风生的亿万富豪一如既往，话语友善且充满鼓励，可就是不愿掏钱投资。

在美国第一富豪那里受挫之后，梅里韦瑟又找到乔恩·科尔辛，此人长期艳羡梅里韦瑟为所罗门兄弟债券公司所做的贡献，一心想在高盛银行也搞一个部门与其竞争。科尔辛面对两种方案犹豫不决：是继续在高盛服务还是投资梅里韦瑟的新基金呢？最终，他两个方案都没有选择。瑞士联合银行对此也考虑了很久，但最终还是放弃了投资。未能争取到这些投行对梅里韦瑟打击很大，虽然已经尽力了，但他还是担心所罗门兄弟债券公司的风波阴魂不散。现在，他急需获得机构投资者的支持。

为了建立优势，梅里韦瑟决定向外国银行求助，吸引它们成为基金的准合伙人，以此为基金提供国际化色彩。每一家被冠名为“战略投资者”的银行需投资1亿美元，可分享关于本地市场的内幕消息。至少从理论上说，此举对基金和国外银行来说是互惠互利的。这个点子是梅里韦瑟想出来的，通过“战略伙伴”的高帽子给潜在投资者拍马屁。默顿很欣赏这个想法，因为这验证了他提出的传统机构投资者之间的关系将会被改变的理论。现在，基金募资工作变成了两条战线：一边是梅里韦瑟对国外银行独立招商；另一边是美林银行继续负责开发内部客户。

为改变局面，美林银行推出了独创的“分类平台”系统，有效地推动了基金的募资情况。具体而言，分类平台可以帮助长期资本管理基金针对每一个税务和法律相关领域的投资者募集资金。例如，它们的不同平台包括普通美国投资者、免税型养老金、希望对日元资产套期保值的日本客户，以及只在交易所投资上市产品的欧洲机构投资者。（该基金可在爱尔兰股票交易所挂牌交易。）

分类平台并不留存资金，它们不过是把资金转向中央基金的渠道。所谓的中央基金即长期资本组合基金，一只在开曼群岛注册的合伙型基金。为便于操作，长期资本组合基金即长期资本管理基金，它才是负责买卖债券和管理资产的真正实体。而负责经营该基金的长期资本管理公司是梅里韦瑟及其合伙人和配偶共同所有的注册于美国特拉华州的企业。这么复杂的组织关系在外人看来可能有点乱，但是却受到了合伙人的欢迎，认为自己有能力组织其他基金难以涉足的复杂交易，体现了公司的优势。不过从实际经营角度来看，这帮人中无人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在开曼群岛或特拉华州，而是在康涅狄格州格林尼治和伦敦等地办公。

营销活动启动后，合伙人们决定稍事休息。他们集中在律师托马斯·贝尔（美国盛信律师事务所合伙人）的办公室里，罗森菲尔德突然激动得大喊大叫：“快看！看我们的老东家做了什么？”他把报纸在桌上铺开，上面赫然列出所罗门兄弟债券公司的营收报表。这家公司终于决定对外宣布套利业务组的收入贡献，这样长期资本管理基金就可以拿着这份报表向投资者炫耀战绩了。这份报表清晰表明，梅里韦瑟率领的部门对所罗门兄弟债券公司的收入贡献最大。在过去的5年时间里，套利业务组每年创造的盈利都超过5亿美元。不过，这仍不足以打动投资者。无论美林银行怎样恳求，这群合伙人仍对交易策略三缄其口。长期资本管理基金甚至拒绝透露交易案例，潜在投资者根本不清楚合伙人推荐的方案到底是什么。毕竟，债券套利交易那时还是鲜为人知的新事物。

烟不离手的埃德森·米切尔是美林银行负责监督基金募资活动的主管，对于让梅里韦瑟开口畅谈他早已不抱任何希望，那情形就好像梅里韦瑟根本没意识到自己是来借钱的。即便在私下沟通时，他也绝不向米切尔透露哪些银行打过电话，他认为这些全都是最高机密。面对如此戒备的客户，米切尔就连向自己的老板推销基金都不可能。他曾建议美林银行成为该基金的战略合作伙伴，但负责管理资本市场的戴维·科曼斯基想了想还是拒绝了。他同意美林银行向该基金投资1500万美元，除此之外再不肯多投一分钱。

路演中的状况也不少。有一次斯科尔斯、霍金斯和美林银行负责人长途跋涉来到印第安纳波利斯，拜访大型保险公司康塞科（Conseco）。到达那里时他们已经非常疲惫，斯科尔斯开始介绍长期资本管理基金如何在相对有效的市场中进行交易。突然，观众中有一位30岁左右的衍生品交易员喊道：“不可能有那么多交易机会，国库券市场怎么可能赚那么多钱？”此人名为安德鲁·周，虽然只有金融学硕士学历，但丝毫没有被布莱克-斯科尔斯模型的创始人的名号吓倒。怒火中烧的斯科尔斯把椅子转向他，针锋相对地说：“怎么不可能？就是因为有你这种傻瓜存在，所以我们才能赚这么多钱！”[11]顿时会场大乱，台下一片抗议指责声，最后闹得不欢而散。因为这件事，美林银行要求斯科尔斯出面道歉。霍金斯觉得这实在是太搞笑了，简直笑得直不起腰来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平心而论，斯科尔斯其实是该基金最出色的推销员。不少投资者都听说过斯科尔斯，有一对夫妇甚至上过他的课。斯科尔斯很健谈，喜怒无常但非常外向。在推销基金时，他喜欢用生动的比喻来打动听众。他说长期资本管理基金的交易量有成千上万笔，每一笔都能赚很小的价差，就好像用吸尘器在别人看不到的角落里狂吸硬币。一边说，他一边像变戏法一样不知从哪里摸出一枚硬币。这种小把戏总是能给路演活动助兴。谈到基金比较深奥难懂的细节时，斯科尔斯总是口若悬河地大讲数学公式，搞的听众都像一脸崇拜的小学生。康塞科保险公司投资部负责人马克斯威尔·布勃利茨称：“这家伙总是说得天花乱坠。”

作为安大略省一位牙医的儿子，斯科尔斯和别的学者不太一样。他和兄弟拥有强烈的创业精神，两人曾尝试过一系列经商活动，如搞出版和销售绸缎被单等。[12]进入大学后，爱折腾的斯科尔斯在1962年找到一份暑期工作——到芝加哥大学做计算机程序员，而实际上他对计算机所知不多。当时芝加哥大学商学院刚刚意识到计算机的巨大运算能力，准备对其数据研究活动进行升级，其中的主要目标是对股票市场价格展开研究。因此，斯科尔斯工作非常重要，商学院的教授不停地催他加快进度，同时自学关于市场的相关理论。[13]

就这样，斯科尔斯意外接触到了一帮新保守主义经济学家。当时，尤金·法玛和默顿·米勒等学者正在开发当代金融学的核心理念——有效市场假设。该假设认为所有股票价格总是正确的，因此没有人能够预测市场的未来方向，也就是说必然会出现随机走向。当然，要想保证价格永远正确，价格制定者必须高度理性且拥有全面信息。实际上，这一假设假定世界各地所有的交易所（至少是足够多的交易所）都是依靠高度冷静的、宛如希利布兰德这样的交易员来确定股票价格的，对于任何证券他们既不会多付一分钱，也不会少付一分钱，而是完全准确地体现其真实价值。曾和斯科尔斯一起在芝加哥大学学习，后来自营投资公司失败的维克托·涅德霍弗认为，斯科尔斯坚信随机论，是全面反对市场无效观点的忠实支持者。有一次，有位地产经纪人向斯科尔斯兜售大学附近海德公园的房产，称这一带的房价一年之内会上涨12%。斯科尔斯反驳称，如果真是这样，这里的房子早就被抢光了。尽管坚信市场有效论，但斯科尔斯始终认为自己可以战胜市场表现。20世纪60年代末，他曾把所有工资投入股市，借钱支付日常生活费。结果股市大跌，他不得不求银行宽限偿贷期限，以免贱卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票承受重大损失。最终他的股票还是回本了，不过这位长期资本管理基金合伙人并不知道，以后求银行的日子还有很长。[14]

默顿是顶尖的理论学者，而斯科尔斯的贡献在于开发独特的方式对理论进行验证。默顿寡言少语，而斯科尔斯总是争论不休，热衷于不停地提出问题让大伙儿讨论。虽然这些讨论很少会维持一天以上，不过经常可以碰撞出充满创意的火花。鉴于这一爱好，斯科尔斯在所罗门兄弟债券公司工作时成立了衍生品交易小组，为公司做出了实质性的贡献。此外，斯科尔斯还是一位资深的免税代码专家，对美国和海外的税务情况了如指掌。他认为税务活动是庞大复杂的智力游戏，他曾轻蔑地称：“其实没有人真正交过税。”[15]斯科尔斯认为为了避税有些人会无所不用其极，或许这些人并不符合芝加哥大学对经济自足者人类模型的描述。在长期资本管理基金，斯科尔斯建议合伙人把利润分配推迟到十年以后，这样可以有效避免缴纳税负。他喜欢抓住细节和律师们长篇大论，其他合伙人对此早已屡见不鲜。实际上，他们挺喜欢斯科尔斯的精力充沛和积极向上。他总是不停地搞新花样，还会尝试滑雪等新式运动。据梅里韦瑟称，斯科尔斯打起高尔夫球来也是充满激情。

斯科尔斯加盟之后，基金的营销工作逐渐开始有了起色。他们抛出诱人的承诺，对投资者表示30%的年收益率（扣除合伙人管理费之后）根本不成问题。虽然他们明确表示投资存在风险，但同时也强调基金会通过多样化投资分散风险。他们的投资组合遍布全球，这样可以保证把鸡蛋放进不同的篮子里，以免风险过于集中。这样一来，即使某个市场出现暴跌也不会影响基金的整体表现。

合伙人们坚持不懈地挖掘优质的潜在客户，邀请他们到格林尼治，去古色古香的公司总部参观。有些投资者甚至要接触七次或八次，这些身穿卡其裤和高尔夫球衫的合伙人看起来超级自信。毕竟，他们曾为所罗门兄弟债券公司赢得过丰厚的利润，这让不少投资者相信他们将会继续创造辉煌。面对这群学术界天才，投资者们虽然并不清楚梅里韦瑟这帮家伙到底是怎么赚钱的，但潜移默化中他们已经逐渐建立起了信任。后来成为投资人的瑞士银行家的雷蒙德·贝尔称：“这是一群天才，他们知道该怎么赚钱。”截至1993年年底，即使在基金开放日期严重落后于原定时间的情况下，承诺投资的款项还是如潮水般涌进了公司。就在这时，希利布兰德终于决定离开所罗门兄弟债券公司加入他们，这个消息极大地鼓舞了所有合伙人的士气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

默顿和斯科尔斯不过是营销基金的光环，希利布兰德才是确保公司盈利的保证。

此外，梅里韦瑟还增加了两位新的合伙人。这两人都是他多年的球场好友，分别是所罗门兄弟债券公司主管理查德·莱希，以及同样经营过债券交易公司的詹姆斯·麦肯蒂。不同于长期资本管理基金的书呆子，莱希是个平易近人的销售员，他要负责跟华尔街的银行家打交道，这可不是脑子里只有一根筋的交易员们擅长的工作。麦肯蒂在公司的角色有点让人困惑。自从卖掉自己的公司之后，他就四处高调出游，不是乘坐直升机出门，就是飞到格林纳达去度假，由此获得了“酋长”的外号。和坚信书本的交易员不同，出生于纽约布朗克斯区的麦肯蒂是位老派分子，依靠直觉进行交易。不过梅里韦瑟喜欢和这些朋友来往，有他们的陪伴会让他感到放松和合群。这也难怪，莱希和麦肯蒂也是爱尔兰裔美国人，跟他们在一起梅里韦瑟感觉就像回家一样轻松。此外，他们还合伙拥有另一项让梅里韦瑟感到亲切的资产——一个位于爱尔兰西南海岸、名为沃特维尔的精致高尔夫球场。

1994年年初，梅里韦瑟团队迎来了另一位重量级人物：美联储副主席戴维·马林斯。此人的声望和地位仅次于美联储主席艾伦·格林斯潘。马林斯也是默顿以前在麻省理工学院的学生，后来到哈佛大学任教，和罗森菲尔德是朋友。作为美国央行官员，他能为长期资本管理基金带来接触国际银行的宝贵机会。另外，马林斯还是美联储负责处理莫泽尔案件的负责人，他的加盟对梅里韦瑟来说是绝好的人格证明。

马林斯和青少年时代的梅里韦瑟一样短暂接触过股票投资，他的父亲是阿肯色州大学的校长和哈佛大学备受欢迎的讲师。有意思的是，莫林斯的政府工作生涯源自担任金融危机顾问。如果市场再次失灵，他可以担任长期资本管理基金的防灾专家。1987年股市崩溃后，马林斯曾参与为白宫编写《蓝带报告》，强烈指责新生的衍生品金融市场，认为其抛售行为加速了股市崩溃。后来他进入财政部，参与拟定相关法律救助美国破产的储蓄贷款银行。作为管理者，马林斯对市场非常了解，认为它并不是完美无缺的定价机器，不时会出现危险的偏离和暴跌。在跳槽到长期资本管理基金一年之前，他曾表示：“我们的金融系统发展速度太快，创新步伐太大，其设计思想允许不时出现市场误差。”对未来基金拥有更为全面的认识，马林斯认为美联储的重要任务是帮助私营投资机构免受“流动性”问题的困扰。[16]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说话细言慢语的马林斯打扮得就像银行家，他被普遍认为是格林斯潘的继任者。马林斯在财政部的上司尼古拉斯·布雷迪很是纳闷，不明白他什么时候竟然加入了长期资本管理基金。马林斯的加盟让投资者松了一口气，因为他对市场的看法跟他们是一致的。的确，拥有一位央行行长坐镇，长期资本这样一只私募基金可以获得无与伦比的吸金机会，让各国的准政府机构趋之若鹜。没过多久，长期资本管理基金就得到了中国香港土地开发署、新加坡政府投资局、台湾银行、曼谷银行，以及科威特国家养老基金等机构的投资承诺。误打误撞中，长期资本管理基金甚至吸引到意大利央行外汇管理局投资的1亿美元。要知道，像这种机构从来不会投资对冲基金。负责监管意大利政府投资活动的皮兰托尼奥·锡安皮卡里认为，长期资本不是一只对冲基金，而是一家“拥有良好声望”的精英投资机构。[17]

如此强大的全明星阵容让私人投资者也头晕目眩，更何况他们还请来一位在任的央行官员，这似乎表明华尔街的投资游戏比格林斯潘的政策管理更胜一筹。长期资本管理基金很快就取得了重大突破。在日本，公司从住友银行获得1亿美元的投资。在欧洲，吸引了德国德累斯顿银行和列支敦士登全球信托银行。瑞士私营银行宝盛银行积极为其客户做基金推销，这些客户资产规模都在3000万~1亿美元之间。由跨国银行家埃德蒙·萨弗拉管理的隐秘机构共和纽约公司[1]，也相信长期资本管理基金的明星管理团队，并认为该基金可以为其带来更多业务，[18]因此投资了6500万美元。此外，巴西最大的投行加兰蒂亚银行也参与了投资。

在美国国内，投资长期资本管理基金的社会名流和机构有很多，如好莱坞经纪人迈克尔·奥威茨、鞋业巨头耐克公司首席执行官菲尔·奈特、麦肯锡咨询公司合伙人，以及纽约石油公司执行官罗伯特·贝尔佛。贝尔斯登银行首席执行官詹姆斯·凯恩认为，长期资本管理基金就是摇钱树，那点儿管理费不过是九牛一毛。和梅里韦瑟及其合伙人一样，凯恩也高度自信，自掏腰包投资了1.46亿美元。（罗森菲尔德等人把孩子的奶粉钱都投进去了。）学术界也不甘落后，面对这帮教授魅力十足的耀眼光环，圣约翰大学和叶史瓦大学各投资了1000万美元，匹兹堡大学投资500万美元。在谢克海茨，帕拉贡地产咨询公司（Paragon Advisors）也在向长期资本管理基金推荐富豪客户。公司总裁特伦斯·沙利文在商学院时读过默顿和斯科尔斯的书，认为他们的交易风险很低。[19]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在企业界，普惠公司认同长期资本管理基金的投资理念，向其投资1亿美元。公司董事会主席唐纳德·马龙另外个人投资1000万美元。其他投资者包括百得公司养老金、纽约大陆保险公司（后被洛斯集团收购），以及总统寿险公司等。

1994年2月底，长期资本管理基金正式开放经营。梅里韦瑟、罗森菲尔德、霍金斯和莱希买了一批可以存放多年的上等勃艮第葡萄酒，开怀畅饮以示庆祝。除了11位合伙人，该基金还拥有30位交易员和员工，价值1000万美元的SPARC工作站，这些电脑系统在当时都是交易员和工程师们梦寐以求的。至此，长期资本管理基金的募资闪电战共筹集到12.5亿美元，虽然没达到梅里韦瑟的期望目标，但也是有史以来规模最大的启动资金了。[20]

[1] 该公司是纽约共和国银行和萨弗拉共和银行共同成立的控股公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章　春风得意

长期资本管理基金是全球最好的投资工具。

——《机构投资者》

幸运之神开始对长期资本管理基金微笑了。他们的融资时机恰到好处，资金投入运营时恰逢华尔街出现动荡局面，投资者急于寻找安全的避风港。颇为矛盾的是，其实市场越是动荡之时，投资者的获利机会反而越多。当市场价格都一潭死水时，交易会变得兴味索然。价格的波动会带来许多漩涡和潜流，使平静的水面瞬间布满泡沫。对于这只新基金来说，市场波动正好为他们提供了施展身手的机会。以前相伴相行的两只债券现在突然分道扬镳，导致稳定的价差不再同步出现。一时间，所有投资者都感到天旋地转，失去了目标和方向。心理素质较弱和缺乏安全感的投资者会陷入恐慌，不择手段和价格进行抛售。当很多人都这样做时，危险的逆流就会扭曲整个市场。对于极少数继续拥有资产和敏锐投资目光的人来说，此时正是大举入市的好机会。

1994年梅里韦瑟结束募资活动时，格林斯潘开始担心美国经济过热。此时马林斯正准备收拾行李离开美联储前往长期资本管理基金。临行前，他催促格林斯潘收紧信贷。[1]2月，正当利率价格处于历史最低水平，投资者感觉市场已经降至谷底时，格林斯潘宣布提高短期利率的决定震惊了整个华尔街。这是5年来美联储首次宣布加息。如果说这位美联储之神的初衷是为了稳定市场，那后来的事实证明这一招完全是适得其反。由于债券价格和利率水平呈反向移动，因此这一决定迅速导致债券价格狂跌。虽然行事一向温和的格林斯潘只加息了0.25个百分点，但债券价格还是出现了超跌。绝望的投资者不得不抛售债券资产了。

5月，就在长期资本管理基金成立不到两个月之后，美国30年期国库券已经从价格顶峰狂跌了16%，对于相对波动较小的固定收入证券来说这是一个巨大的变动，使其收益率从6.2个百分点升至7.6个百分点。欧洲债券也在狂跌。各种投资者，包括对冲基金在内，已经深陷债务危机，开始纷纷逃离债券市场。利用资金杠杆进行投资的迈克尔·斯坦哈特面对如此恐怖的形势简直不知所措。斯坦哈特从事的是欧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债交易，利率每上涨1%个基点其资产就会损失700万美元。短短4天的时间里，这位冒险王就为客户损失掉了8亿美元；号称国际货币交易大师的乔治·索罗斯，仅仅两天时间就为客户损失了6.5亿美元。[2]

这种市场乱象对梅里韦瑟来说是绝好的机会。在市场抛售的那段时间里，有一天上午他走到一位交易员身旁，盯着屏幕吃惊地说："这么多卖单，简直是一波接一波啊！"梅里韦瑟很清楚，恐慌的投资者在逃离市场时根本不计较价格，只要能卖出就好。这种"热情"抛售无疑会拉大价差，为梅里韦瑟提供千载难逢的投资机会。在写给投资者的信中，他非常罕见地插了一句："债券市场的这种重大波动和价差的扩大有关，价差扩大有利于我们的基金对赌价格收敛并进行相对价值交易。"[3]两个月后，长期资本管理基金在5月实现了7%的增长，已经急不可待地要大展身手了。此时对于梅里韦瑟来说，很难想象长期资本管理基金有一天会和那些高度恐慌、过度杠杆的对冲基金同日而语。实际上，1994年为长期资本管理基金提供盈利机会的那次债市崩溃，完全值得管理者给予更为深刻的关注。

很快，市场评论人员开始发现国际债券市场之间出现了新的关联。《华尔街日报》称："看似无关的市场风波正在反作用于美国国债市场。"[4]很多不相干的事件，如欧洲债券下跌、信孚银行出现交易损失、抵押债交易对冲基金阿斯金资本管理公司倒闭、墨西哥总统竞选对手遇刺身亡，全都在加剧美国国债市场的下跌。而所有这一切，全都始自格林斯潘看似微不足道的加息。

一时间，所有市场之间的关系开始紧密起来，这种局势对于长期资本管理基金至关重要。它意味着某个市场的趋势会波及另一个市场，某个产品的崩溃会带来所有产品的崩溃。金融衍生品的出现可以使人们随心所欲地针对任何市场对资产进行定制化包装和交易，纽约的投机者可以飞到日本市场交易，荷兰的投机者可以跑到巴西下赌注，这些司空见惯的情况都有可能引发某个市场的混乱并波及其他市场。对于围坐在电子屏幕前的交易员来说，市场之间的区别几乎毫不存在——无论美国的抵押债还是法国的政府贷款，本质上毫无区别。衍生品的出现已经把所有市场和所有产品涵盖到了统一风险之下。面对市场上慌不择路急于摆脱债务的投资者，瑞士信贷第一波士顿银行经济学家尼尔·索斯在接受《华尔街日报》采访时称："这时候不是应该卖哪个的问题，而是能卖哪个就卖哪个。"一旦采用杠杆，投资者的交易控制权已经拱手让出，自己完全无法掌握。我们需要明白这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样一点：各种证券虽然看起来毫无关联，但被同一群投资者拥有之后，一旦出现危机它们无形中便会产生关联。当大量金融投机分子全都交易同一类证券时，产品之间的差别就不存在了。因此，长期资本管理基金所谓的多样化投资保障安全的操作策略，在这样的情况下并不可行。

斯坦哈特把自己的失败归咎于市场“流动性”的突然蒸发，这个词几年后也成了长期资本管理基金的口头禅。[5]其实，流动性不过是个假象。无论任何时候，只要市场出现下跌，投资者都会吃惊地发现买家好像全都消失了。凯恩斯认为，对于市场而言，从整体上说并不存在“流动性”这一说法。[6]它不过是人们的一种误解，想当然地认为市场有责任保持流动性，或者说卖家准备交易时买家就得提前等着。1994年股市崩溃的真正元凶是杠杆交易。如果你没有负债交易，你就不会破产，不会被逼卖出手中的股票。因此，这种暴跌和增加流动性毫无关系。如果是采用杠杆炒股的公司，为了避免损失的迅速扩大导致破产，不得已就只能被迫卖出股票。正所谓“成也萧何，败也萧何”，杠杆在放大投资收益的同时，往往也蕴藏着巨大的破坏能量。

长期资本管理基金无疑是好运连连，它在准备投入资本时债券价差正好扩大，投资机会出现之后，它是少有的几家拥有头寸、趁乱布局的基金之一。这些交易机会非常好，虽然说仍有风险，但足以让该基金不加区别地进行杠杆交易。总体上说，这帮家伙实在是既聪明又好运，长期资本管理基金依靠这些交易马上开始赚钱了。

在他们的第一批交易中，值得一提的是30年期美国国债。国库券（无论到期期限）是美国政府为联邦预算募资而发行的一种债券。美国每天都会发行1.7亿美元左右的国债，这些债券被认为是全球范围内风险最低的金融产品。有意思的是，30年期国库券发行6个月后，投资者不是把它们锁进保险柜就是塞进抽屉里长期保存。随着市场上流通量的减少，这种债券变得很难交易。与此同时，政府会发行新的30年期国库券在市场上流通。在华尔街，这种剩余29.5年到期的老债券被称为非流通债券，政府新发行的被称为流通债券。由于流动性差，非流通债券不太受市场欢迎，交易时会有折扣（可以以较低价格买到，或是同等价格下拿到较多数量）。用套利交易的术语来说，这时价差就形成了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1994年，长期资本管理基金发现这种价差大得有些离谱。1993年2月发行的30年期国库券，收益率为7.36个百分点；6个月后，收益率降到了7.24个百分点，差了整整12个基点。每个星期二，长期资本管理基金的合伙人都会开风险管理会议。这天早上，有人建议赌这12个点的价差会缩小。对这群学者来说，光知道“这只债券便宜，那只债券价格高”还不够，他们还必须了解价差为什么会出现，这就不可避免地谈到最为关键的问题——价差会维持现状还是继续扩大？在这个案例中，出现如此高的价差很难想象。毕竟，美国政府不太可能只清偿30年到期的流通债券，也不太可能清偿还有29.5年到期的非流通债券。但很多投资机构往往太过胆小和官僚主义，除了当前的流通债券之外概不经营非流通债券。长期资本管理基金认为，很多交易机会都是因为此类机构的武断造成的，因为这样会导致市场扭曲，进而提供套利的可能性。[7]这些机构愿意为流通债券支付溢价，长期资本管理基金的合伙人早在所罗门兄弟债券公司时对此交易就已经轻车熟路，自然乐意为其提供流通债券。他们把这种交易称之为“关门交易”，因为两种债券的价差用不了几个月就会逐渐合拢，整个过程就像关门一样。实际上，长期资本管理基金为收购低流动性债券会向对方收取一定的费用。

罗森菲尔德表示：“我们的很多交易活动都是在提供流动性，买入人人想要卖出的东西。”罗森菲尔德显然没有意识到，既然长期资本管理基金大量买入每一个市场的低流通证券，那其资产必然会彼此相关而不是完全独立，也不可能像掷色子那样每一把抛出去都完全不同。如果真出现“人人”抛售的情况，那时基金的资产肯定会变得高度雷同。

12个基点的价差其实微乎其微，老实说根本用不着大动干戈。每1000美元的债券组合，其中的价差只有15.8美元。即使这一价差在几个月内缩小三分之二，长期资本管理基金也只能赚10美元，即交易价格的1%。如果通过杠杆放大价差效应会怎样呢？对长期资本管理基金来说，这根本就是毋庸置疑的策略。于是，公司马上买入10亿美元较便宜的非流通国债，同时卖出10亿美元较贵的流通国债。这一来一去就是20亿美元，可以说这帮合伙人简直是赌上了基金的全部家当。不过可以确信的是他们不会出现多大损失，因为同时买入和卖空，他们赌的是债券价差的收敛。众所周知，债券价差的变动和债券本身相比要小得多，这无疑为他们带来了极大的成功希望。这就好比你的房子价格可能出现暴跌，不过不用担心，如果真的发生了，邻家的房子价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格也会暴跌。当然，市场也有可能出现价差扩大的风险，至少短期之内会存在。既然两只债券可以以12个基点的价差进行交易，谁能保证它不会扩大到14个基点，或是在极端情况下增至20个基点呢？

长期资本管理基金一向以精准预测闻名，通过计算他们得出的结论是，同时买入卖空两只债券与单向交易一只债券相比，前者的风险概率只有后者的二十五分之一。[8]因此，基金认为进行双向交易的杠杆比例应当维持在25倍。这一杠杆比例既能显著放大收益，又可能加倍造成损失。无论如何，资金借贷都是不可避免的。为买入价格低廉的非流通债券，它们需要从一家或多家华尔街银行贷款。同样；要卖空流通债券，它们也必须获得银行贷款。

虽然这一交易是长期资本管理基金最为简单的活动，但其中涉及的操作还是比较复杂的。公司一旦获得[1]非流通债券之后，马上会把它们贷出到一些华尔街公司，这些公司需向长期资本管理基金支付现金作为担保。随即，长期资本管理基金会把收到的现金转给上家，作为自己借入债券的资金担保。在华尔街，这种短期担保式借贷被称为“回购协议融资”。

这笔交易的魅力在于，长期资本管理基金的现金交易操作得天衣无缝。基金用于做多（买入）的资金和用于做空（卖出）的资金完全吻合。它支付出去的担保金和从别人那里得到的担保金完全一致。换句话说，长期资本管理基金自己一毛钱没花就玩转了20亿美元的双向交易。[2]

通常，如果你从银行（比如说美林银行）借入债券，除了担保金外，还必须额外支付一点费用。比如说1000美元的债券需要支付1010美元的价格，如果是高风险债券，额外支付的费用会更高。这10美元的初始保证金，即债券价值的1%，被称为垫头，是美林银行自我保护的手段，以防债券价格出现上涨。

垫头往往决定着基金的交易额。如果不用支付垫头，你就相当于获得了无限借入权，就好像开车不用汽油一样，想开多快就开多快。只要能取消向美林银行支付垫头，债券交易的收益率就会得到显著提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实际上从开始运营起，长期资本管理基金的策略就是拒绝支付垫头或压低垫头比例。这一策略是梅里韦瑟提出的，别看他总是一脸谦逊，可一旦涉及交易、高尔夫、台球、赛马或是任何与赌局相关的活动，他可绝不含糊，坚决奉陪到底。罗森菲尔德和莱希，这两位合伙人都是好脾气，通常负责跟银行打交道，有时也会带上希利布兰德。不管通过哪种方式，客气也好坚决也罢，这帮人就是一根筋——我们的基金这么优秀，没必要支付初始保证金。再说，他们也根本不和要求支付垫头的银行合作。不得已，美林银行只好放弃这一要求继续合作，高盛、J.P.摩根、摩根士丹利也先后同意，几乎每一家银行都乖乖就范。另一边，由于拒绝了这一要求，普惠公司从未从该基金获得过一单业务。对梅里韦瑟非常仰慕的老同学，高盛银行的乔恩·科尔辛称："和这只基金合作你毫无选择，什么都得听他们的。"

虽然长期资本管理基金的交易细节高度复杂，交易次数成千上万，但它经常操作的策略就那么十几种。[9]像国库券套利交易，涉及的是有形证券的买卖；而衍生品交易根本没有实际交易对象，此类交易不过是长期资本管理基金与银行和其他金融机构对市场价格走向的对赌而已。

我们可以把这种对赌想象成红袜队和扬基队球迷赛季开始前的打赌，比如对方球队每得一分，失败一方必须支付另一方1000美元。长期资本管理基金的衍生品合约，其交易本质也是如此，只不过双方赌的是债券和股票的价格走向，而不是进球数和击球数。此类衍生品交易并不出现在基金的资产负债表中，也不会表现为正常意义的"债务"。但是如果市场朝基金预测的相反方向发展，导致的结果很可能是致命的。长期资本管理基金一般不会为衍生品交易支付初始保证金，不管怎么说这样做都是有道理的。

很多情况下，长期资本管理基金衍生品交易的回购协议融资也能享有和实际证券交易同样的融资条件。合伙人说服银行为其提供比其他基金更长的贷款时间，[10]这样一来，基金交易变得更加游刃有余。即使银行想要收回贷款也很难快速达到目的。对此，一位投行高管称："这帮人很会谈条件，把所有银行都变成了一根绳上的蚂蚱。"

这一点正是梅里韦瑟营销策略的高明之处。如果银行仔细考虑这个问题，就会发现长期资本管理基金占了很大的便宜。问题是这些银行并不认为它是一只渴求信贷的初创基金，而是一家拥有众多大师和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

明星交易员的辉煌企业，用默顿的说法是：“为市场提供新时代金融中间服务的创新公司”。人人都觉得长期资本管理基金拥有显著的优势与几乎永不失败的投资技术。银行和媒体一样，对此始终坚信不疑。《商业周刊》曾盛赞该基金的学者们，称他们为华尔街开创了“计算机时代”。基金开放后不久，记者在封面文章中称：“学术界天才从未有过如此机会，利用这么多资金进行投资活动。”[11]如果说这是一个新的时代，显然谁也不想错过。长期资本管理基金就像初入社交场的华贵名媛，每一家银行都争着想和她共舞。

就这样，各大银行都开始心安理得地为长期资本管理基金提供宽松的贷款条件。毕竟该基金还是支付担保的，而且每个交易日结束时都会进行现金结算，收取利润并支付损失。再说，长期资本管理基金的资金往来数量非常庞大，看起来丝毫不像会违约的样子。除非有一天它会突然出现大量损失（这种情况只有万分之一的可能性），比方说被迫一次性大量抛售绝大部分资产并陷入缺乏流动性的市场。只有在这种情况下，银行掌握的担保才会出现价值下跌，导致银行资产出现损失。

另一方面，很多银行主管，如科尔辛和美林银行的塔利，与梅里韦瑟都私交甚笃，自然会在资金借贷方面为长期资本管理基金提供优惠条件。不过长期资本管理基金的真正卖点是在全球范围内和其他重要交易机构的业务关系。只要能和这只基金合作，这些机构就可以获得有关市场动向的重要内幕消息，对于债券行业而言，这样做是完全合法的。苏黎世一家为长期资本管理基金提供零垫头融资的银行家称：“这就好像是举办聚会，怎样才能吸引所有人参与呢？很简单，你告诉他们城里所有头面人物都会来。大家心想，‘那好，要是别人收取垫头，那我也收。’”这正是长期资本管理基金的精明之处，合伙人对每一家新银行说：“要是我们向你支付垫头，那所有的银行都会收这笔费用。”结果，最后每一家银行都放弃了这项保证金。（只有少数风险很高的交易他们才会支付垫头，尽管如此也少得可怜。）

由于银行也从事套利交易，梅里韦瑟下意识地把它们视为主要竞争对手。[12]除了没有在高盛银行办理专门的业务窗口，长期资本管理基金和其他对冲基金（如索罗斯的量子基金）没有多少差别。如今的华尔街正在慢慢转型，从提供市场研究和客户服务转变为直接进行投资交易，结果不可避免地导致长期资本管理基金及其贷款银行之间形成竞争关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为在华尔街投行混迹多年的老手，梅里韦瑟很清楚投资银行存在诸多漏洞，跟它们打交道得严防投资机密被窃取。毕竟，这些投行也是用类似的策略进行交易的，不得不提高防备。为了保险起见，长期资本管理基金决定把不同业务交给不同的银行处理。这就好比盲人摸象，J.P.摩根银行摸到的是一条腿，美林银行摸到的是另一条，高盛和其他银行摸到的又不一样。总之，没有人能够一窥长期资本管理基金的交易全貌。即使该基金的律师也经常被蒙在鼓里，他经常听合伙人说什么“交易策略三”之类的暗语，好像这帮家伙是在偷偷搞核武器。

希利布兰德在这方面尤其警惕，从来不向任何银行透露交易策略，也不会跟对方谈任何条件。打电话给银行进行交易时，他会通知对方买入1亿美元的债券，说完就挂电话。[13]他对美林银行生硬地说：“我只关注保证金要求，保证金我一分也不会支付。”美林银行业务员凯文·邓利维有时一天会给希利布兰德打两三次电话，希望向他推销自己的投资策略。但希利布兰德的高度保密让邓利维总是碰钉子，为这样的客户提供服务根本不可能。邓利维来自纽约，留个小平头，待人真挚诚恳，他无奈地说：“向长期资本管理基金推销投资策略简直太难了。对于一只基金来说，从不接受华尔街的建议是件很奇怪的事。希利布兰德从来不听别人的看法，只会告诉你他想怎么做。”

长期资本管理基金的做法是把交易进行分类，让每个银行负责其中的某项服务，对所有银行都保持敬而远之的态度。他们小心谨慎地和所有银行保持距离，把垃圾债券交给高盛负责，政府债和日元掉期业务交给J.P.摩根，抵押债交给雷曼兄弟。美林银行是该基金最大的衍生品业务竞争对手，所以仅能为他们提供回购贷款服务。不过话说回来，这种分而治之的策略也有一定的道理，这样安排可以把交易委托给实力最强的相关银行处理。说到缺陷，这样做会导致长期资本管理基金无法和任何一家银行建立密切深入的合作关系。J.P.摩根银行一直很想了解长期资本管理基金的投资策略，非常希望和他们建立全面伙伴关系，但无论怎样努力都无法让合伙人分享机密。华尔街某公司风险管理部主管对此很是不解：“如果连对方的想法都不知道，你怎么向他们提供建议？”作为套利交易者，这群合伙人认为每一次和外人会谈都有可能泄密，因而必须做好详尽的记录。在他们看来，和所有银行之间的关系都只是交易，只要有更好的出价，他们就会毫不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

犹豫地砍掉当前的合作伙伴。这群人只和彼此保持密切关系，继续延续着在所罗门兄弟债券公司时形成的小圈子。

这群合伙人简直是一个模子刻出来的，全都聪明、内向、高度自制且超然于物外。要想在他们之间挑拨离间毫无可能，这些人实在太过相似，就差没穿同一条裤子了。瑞士银行公司债券和货币部主管安德鲁·西西利亚诺就曾见识过他们这种“铁哥们儿”关系。有一次，西西利亚诺去拜访该基金的伦敦办事处主管哈贾尼，一个多月后又到格林尼治会见梅里韦瑟和埃里克·罗森菲尔德，他惊奇地发现这帮人的言行举止高度一致，那感觉就好像前后见到的根本就是同一个人。

当然，这个小圈子内部也不是没有差异。由梅里韦瑟、希利布兰德、罗森菲尔德和哈贾尼组成的四人组是整个圈子的核心。和在所罗门兄弟债券公司时一样，整个基金的薪酬比例也更多地向四人组倾斜，他们享有超过一半的投资回报。此外，这个小组还拥有投票控制权。影响力居次的合伙人，如迈伦·斯科尔斯，始终想争取更多的投资回报和管理权限。但是四人组之间的密切关系已形成多年，这几个人亲如一家人，其绝对权威和兄弟情谊早已融入血液。

如果说可以从长期资本管理基金的合伙人中提炼出一个代表形象，这个形象肯定非希利布兰德莫属。作为一位愤世嫉俗又缺乏安全感的交易老手，多年的错误判断和死里逃生极好地磨炼了他的意志，使希利布兰德变得非常冷静，而且走火入魔般地自信。此人是个工作狂，作为真正意义上的套利交易者，他坚信数学模型，痴迷于计算得出的价格，从未对其产生过半点怀疑。根据交易理论规定，如果出现风险，即使出售跌价资产也要进行风险对冲，而罗森菲尔德却不喜欢这样做，但希利布兰德却会毫不犹豫地坚定执行。公司的同事对希利布兰德全都顶礼膜拜，一遇到棘手问题就会向他求助。此人说话条理清晰但高度简洁，新手很难弄明白他的含义。所罗门兄弟债券公司的德里克·莫恩称：“他的想法总是发人深省，能够启发听众的思考。”比其他合伙人尤甚，希利布兰德看待所有问题非黑即白。此人极为可靠，如遇别人怀疑马上会大发雷霆。除了债券交易，他对身边任何事情都不感兴趣。在所罗门兄弟债券公司时同事经常取笑称：按照希利布兰德的自由主义思想，如果你家门口马路上有个坑，你不去填最后遭殃的还是自己。对希利布兰德来说赚钱倒是其次的，他痴迷于债券交易是因为这是一项可以挑战个人智力的活动。除了家人，能让他感兴趣的东西少得可怜。如果说有谁能让这家伙稍微正常一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

儿，这个人无疑是梅里韦瑟。希利布兰德对这位老领导极为尊重，这种感情或许源自于他和父亲之间的密切关系。罗森菲尔德对梅里韦瑟也保持着类似的高度忠诚。

外界人很难理解梅里韦瑟在这个小团体中的作用。他一点儿也不像明星，在媒体面前太过害羞，说起话来断断续续，甚至不敢和别人进行目光接触。[14]梅里韦瑟从不谈论个人生活，即使和好友在一起时也一样。成立长期资本管理基金之后，他和妻子离开曼哈顿，搬到了维斯特彻奇县诺斯萨勒姆一座价值270万美元，方圆68英亩（约2751186平方米）的地产，并在其中为米蜜修建了15000平方英尺（约1400平方米）的室内恒温跑马场。[15]这栋私产的对面住着娱乐界明星戴维·莱特曼，两户之间有条1英里（约1.609千米）长的私人车道，梅里韦瑟的宅邸位于车道的四分之三英里处。为了加强私密性，梅里韦瑟对房屋进行了大规模翻修，使用大量石头对其加固。就像控制自己的私人生活一样，他的住宅也必须抵御随时可能发生的意外风险。

梅里韦瑟经常去住宅附近的基督教堂做礼拜，有时也会去天主教教堂，但是他从来不谈论个人信仰。他的自控能力极强，和交易员在一起时也很少开口。在公司会议上，他总是非常安静。虽然鼓励其他人踊跃发言，但他自己却很少表达，要么一言不发，要么在会议结束时简单总结一句完事。

长期资本管理基金的总部位于一栋四层办公楼的一层，这栋办公楼矗立在格林尼治市商业区，街道一头是林立的商铺，另一头是长岛区的大片维多利亚式住宅。该基金有几十名骨干交易员和策略分析师在交易部工作，合伙人和非合伙人在这里肩并肩地坐在一起办公，所有办公桌围成一个半圆形，上面布满了电脑和交易显示屏。原来租用这间办公室的公司留下了一个宽敞精致的厨房，但是这帮家伙从来都是在办公桌上吃盒饭，食物对他们来说只不过是果腹的必需品，仅此而已。

梅里韦瑟、默顿和斯科尔斯（后面这两位并不从事交易活动）都有个人办公室，不过梅里韦瑟经常在交易部办公。交易部是一间红木装修的大房间，窗外正对着河面，这里景色壮观，时常可以看到有帆船驶过。除了西装革履的马林斯，其他合伙人全都轻松装扮，脚穿帆布鞋，一身休闲服。房间里不时传来交易员的低语，他们音量不大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不像在纽约交易所那么嘈杂喧闹。如果兴致所至，几位合伙人也会偶尔玩上几把撒谎游戏。

除了每周二只有合伙人参加的风险管理会议外，公司每周三上午还会举行普通员工参加的市场研究会，以及每周四下午合伙人讨论具体交易活动的会议。人在剑桥的默顿一般在电话上参加会议。公司顶级管理层之间的关系非常密切，普通员工和外围合伙人很清楚这个圈子根本挤不进去。有位初级交易员总是担心交易活动会被媒体曝光，导致自己失去这份工作。就连在格林尼治总部工作的员工和高级交易员都很难了解公司内幕，有时不得不打电话给伦敦的同事询问基金在买卖哪些产品。在这里，合伙人从不会邀请普通员工到家里聚会，仿佛公司有不成文的规定禁止上下级之间密切交往。大学时代打过冰球的莱希还会在办公室和员工开几句玩笑，而其他合伙人碰到员工最多只是礼貌地点点头。大家都很客套，关心的只有彼此的工作。市场分析员、法务部和财务部的员工更惨，好像二等公民，被发配到放台球的娱乐室工作。

和华尔街所有公司一样，长期资本管理基金的员工薪酬也很高。顶级职员每年可拿到100万~200万美元薪酬。要想把个人奖金投入基金并不容易，但大部分员工都希望能实现这个目标。有意思的是，这一目标竟然成了在长期资本管理基金工作的重大福利。为此，大家全都自信地把大部分个人收入投入该基金。

不出所料，长期资本管理基金对赌的流通债券和非流通债券之间的价差很快缩小。一分本钱未动，公司就魔术般地净赚了1500万美元。正如斯科尔斯说的那样，长期资本管理基金就像在捡硬币，只不过在杠杆的作用下，硬币变成了金砖。诚然，华尔街其他公司也在做同样的交易，唯一的不同是，一位公司员工表示：“我们的融资能力更强，说到底，长期资本管理基金其实是一家融资高手。”

对长期资本管理基金来说，公司宁愿去赚风险极低的一美分，也不愿去赌充满不确定性的一美元。只要这一美分确定能赚到手，蝇头微利也能通过杠杆被放大成丰硕成果。别看一枚硬币不值钱，加上杠杆就能放大几千倍收益。当然，要赚这一美分也不是绝对没有风险的。就像基金管理人斯坦哈特刚刚遭遇的那样，杠杆交易一旦判断错误，带来的损失也会无限放大。不过在1994年，长期资本管理基金几乎从未失过手，它们的每一笔交易都可谓点石成金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理基金最擅长的赌局是价差收敛交易，这是因为债券总会在特定时间到期，意味着价差收敛几乎是百分之百会出现的事情。此外他们还从事相对价值交易，这种交易价差收敛可能会出现，但并不能得到保证。16

1994年的债券市场乱局，为住房抵押证券提供了极好的相对价值交易机会。抵押证券是指利用现金流对抵押物进行担保的凭证，这听起来有点枯燥，但实际上里面大有文章。在美国金融市场中，随时都有近1万亿美元的抵押证券在流通交易。对于这种证券，一些聪明的投资银行根据购房人的情况把还款分成了两个不同部分，一部分是利息还款，另一部分是本金还款。只要稍加思考我们就会发现（长期资本管理基金就意识到了这一点），当购房人提前偿付贷款时，这两种证券的相对价值就会根据利率水平出现显著变化。如果调整还款计划（即再融资），比方说选择一次性偿贷，即一笔付清借款本金，那就意味着银行利息收入这部分不会再增加了。反之，如果选择按月平均还款，就得向银行连续支付30年的利息。因此，调整还款计划的人越多，利率型证券的价格就会下跌；如果没几个人提前还贷，这种证券的价格就会上涨。同样，这种情况也适用于本金型证券。由于再融资利率变化十分频繁，投资利率型证券和本金型证券很容易带来重大收益或损失。

1993年长期资本管理基金进行募资时，美国住房市场正在经历大规模的再融资之风。自越战以来，美国抵押贷款利率首次跌至7%以下，婴儿潮一代出生的美国人以前从未想过房贷利率问题，而现在惊奇地发现每个月竟然可以少还几百美元了。一时间获取最低还贷利率在美国蔚然成风，约有五分之二的美国人在这一年选择调整还贷计划，有的人甚至一年之内调整了两次。受此影响，利率型证券的价格一路暴跌，甚至跌过了正常水平。可以这么说，除非这个国家所有人第二天都会调整还贷计划，否则利率型证券的价格未来只可能上涨，不可能继续再跌了。意识到这个机会之后，梅里韦瑟、希利布兰德、罗森菲尔德、哈贾尼和霍金斯全都利用个人账户购买了大量此类证券。

1994年长期资本管理基金开放交易时，由于担心仍有大量购房者调整还贷计划，因此利率型证券的价格依旧在低位徘徊。比尔·克拉斯科设计了一个预测还款方式的数学模型，性格和善、一头卷发的抵押债交易员霍金斯一直在用实际还款额对其进行检验。由于利率型证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券的价格过低，以至于霍金斯纳闷地说：“到底是我们的模型有问题，还是真的遇到了千载难逢的好机会？”细心的克拉斯科对模型进行了修改，结果得出的结论让所有人都兴奋地大叫：“买，买，买！”就这样，长期资本管理基金再度大规模使用杠杆疯狂买入利率型证券。这是一场豪赌，赌注高达20亿美元。

当贷款利率上升时，购房人谁也不会调整还贷计划；当利率下降时，人人都找贷款银行修改还款方式。这表明，利率型证券的涨跌是和利率变化同步的，赌这种证券就等于赌利率变化。不过这群合伙人不想预测利率变化，这种做法过于投机，虽然他们偶尔为之，但风险显然太高。这是因为决定利率变化的因素实在太多了，以至于利率变化根本无法预测。对他们来说，强项还是针对那些变量有限的相对价值进行投资交易。

简而言之，他们意识到鉴于当前的利率水平，利率型证券的价格已经超跌了。于是，这群合伙人老练地买入国库券进行风险对冲，因为债券价格是和利率呈反向移动的。总之，他们的做法是要取消一切涉及利率预测的因素。这只基金擅长的操作是发现特定的错误市场定价，然后利用对冲方式消除所有相关的投资风险。如果说以色列橘子比富士苹果相对便宜，他们会用一系列交易孤立具体的套利活动，而不是简单地卖光所有橘子或卖光所有苹果。

次年春季，美国贷款利率猛涨，长期资本管理基金买入的利率型证券也水涨船高。当然，作为对冲交易买入的国库券则出现了下跌。这就像玩跷跷板，这边获利的同时那边就会损失。到了1995年，等利率再次下跌时，长期资本管理基金的国库券价格又开始翻身了。不过这一次人们没有争相调整还贷计划，长期资本管理基金的利率型证券前期创造的利润很大程度上得到了保留。究其原因，这大概是因为1993年调整还贷的那批人现在不想再折腾了。在这次双向赌局中，长期资本管理基金一举获利数亿美元，不过这只是个开始。

虽然看似轻松，但实际上要在市场中发现稳赚不赔的“硬币”并不简单。长期资本管理基金必须寻找合适的投资组（一组或多组），这些投资组要相对平衡才能保证安全，同时又必须来自不同的领域，这样才能提供盈利机会。换句话说，无论采用哪一种投资策略，长期资本管理基金通常只承担一到两种风险。例如在收益率曲线价差交易中，一个国家的利率在某个负债期可能出现偏差。比方说中期利率远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高于短期利率，几乎和长期利率持平。这时，长期资本管理基金会设计一系列套利交易赌价差会逐渐消失。

寻找这种复杂交易最好的地点莫过于国际债券市场。欧债市场和第三世界国家的债券市场不如美国市场高效，对利用计算机进行套利交易的高手或学者来说就犹如等待挖掘的宝藏，其中蕴含着丰富的投资机会。1994年，美国债券市场暴跌的影响波及欧洲时，德国、法国和英国政府债券现票和期票之间的价差都扩大到了惊人的水平。长期资本迅速进入这些市场，狠狠地赚了一大笔。[17]它们还跑到拉丁美洲去投资，那里的债券价差也扩大了很多。[18]虽然头寸不大，但长期资本管理基金四处出击，寻找隐藏在市场角落里的财富。随后，埃里克·罗森菲尔德又在日本发现了投资机会，对日本股市仓单和日经期权指数进行对赌，这是长期资本管理基金首次涉足股票市场的交易之一。

20世纪90年代中期，欧洲已成为国际债券交易者的乐园，欧洲货币一体化是大家十分热衷讨论的问题。扑朔迷离的前景让整个债券市场高度动荡，谁也不知道法国、德国、意大利等老牌工业强国会不会真的放弃法郎、马克和里拉，而让欧元一统天下。每一位交易者都有不同的看法，这种混乱局面正是长期资本管理基金大举入市的好机会。很多投行都在赌意大利和西班牙等弱国发行的债券与德国相比会相对强化，这是因为如果欧盟统一势在必行，整个欧洲范围内的利率将会被迫统一。长期资本管理基金也做了几笔这样的交易，但是合伙人总觉得对赌宏观经济表现风险过大，因而对此并不积极。对他们来说，长期资本管理基金擅长的是关注细节。在预测地缘政治发展趋势方面，他们并无明显优势。此外，这帮以美国人为主的合伙人大多对欧元持怀疑态度。由于旧大陆高度管制的经济体制远远落后于美国的自由市场经济，因此欧洲金融市场的表现高度僵化。瑞士合伙人汉斯·哈弗施密德曾试图在这里搞价差聚敛交易，但美国合伙人并不同意，就连思想开放的伦敦业务主管哈贾尼也拒绝这一做法。

哈贾尼更关注的是某一个国家的具体交易策略，因为这样的市场风险因素较少。例如他曾对两期英国国库券的价差进行套利交易，其中一期由于税务处理不佳而价格较低。当英国政府转变立场后，长期资本管理基金便在交易中轻松赚得2亿美元。[19]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哈贾尼经常针对一个国家的收益率曲线价差进行交易，比方说做多德国10年期债券、做空5年期债券。这种交易不但需要深厚的数学功底，而且必须充分了解当地的经济发展趋势。显然，这样要比对比德国和西班牙的经济趋势相对简单得多。

在报纸、杂志关于长期资本管理基金的报道中，行事低调的哈贾尼一直是被忽略的角色。媒体总是关注梅里韦瑟对公司的领导，以及默顿和斯科尔斯开发的模型，实际上哈贾尼也是该基金的重要参与者。尽管梅里韦瑟和罗森菲尔德负责组织管理公司的日常运行，但在交易方面真正有影响力的却是哈贾尼和比他稍微年长一些的希利布兰德。这两人全都异乎寻常地聪明，对数学应用高度熟悉，说起话来就像打暗语，让周围的人如坠云雾。

虽然这两人时常一起工作，但哈贾尼交易起来往往更富冒险精神。似乎天生适合做交易员，哈贾尼对市场有敏感的直觉，操作时也更为大胆。如果数学模型显示某个证券存在定价错误，而且导致价格扭曲出现的原因很清楚时，希利布兰德会毫不犹豫地投资交易。但相信本能的哈贾尼却不是这样，他会等价格更为扭曲时才投入资金。长期资本管理基金启动时哈贾尼还不到31岁（当时希利布兰德34岁、罗森菲尔德40岁、梅里韦瑟46岁），这位皮肤黝黑、长着小胡子的伊朗裔美国人总是在投资交易的第一线冲锋陷阵。此人虽然健谈，但并不像希利布兰德那样口无遮拦，经常让人搞不清楚他在跟你严肃交谈还是在开玩笑。哈贾尼既年轻冲动又高度自信，这或许和他优越的成长环境有关。

哈贾尼的父亲是一位富裕的伊朗进出口商人，母亲则是美国人。他在很小的时候就意识到政治力量往往决定一切，即使是最为周详的商业计划也无法战胜政府命令。十几岁的时候，哈贾尼和父亲在伊朗生活过两年，后来大革命爆发迫使他们逃离这个国家。在所罗门兄弟债券公司时，哈贾尼大部分时间在伦敦和东京办事处工作，推动当地交易员采用套利业务组的市场模型，鼓励并游说他们投入重金进行交易。长期资本管理基金成立后他回到伦敦，此时正是欧洲热议货币一体化的前夜。

哈贾尼没有待在号称和华尔街齐名的伦敦金融城，而是在时尚气息浓厚的梅法尔区租了一栋私宅。他在员工管理方面比较随意，经常和同事们你来我往地开玩笑。他的交易员和分析员需要长时间工作，不过长期资本管理基金点石成金的魅力以及老板每天蹬着自行车上班

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的谦卑给了他们很大的激励。工作不忙时，交易员们会跑到楼下的台球室看哈贾尼和来访的宾客对招。（梅里韦瑟去伦敦时也会拿起球杆来两局。）哈贾尼不像其他合伙人那么内向，他时常邀请员工去家里聚餐。长期资本管理基金初战告捷之后，5月他把伦敦办事处所有同事（包括秘书在内）请到家里聚会，并和他们分享具体的投资方式。对于管理高度僵化、行事隐秘的格林尼治总部来说，这种做法简直闻所未闻。

哈贾尼最大的一笔交易发生在意大利，这是一场豪赌。意大利的金融市场有些混乱。由于市场担心政府对贷款偿付违约，这一因素导致该国利率比德国高出8个百分点，这是一个非常巨大的价差。意大利的债券市场正处于发展阶段，政府发行了大量债券，其中部分原因是为了吸引投资者。对债券交易者来说，这个市场充满投资机会。显然，只要意大利政府改变现状，债券市场投资者马上就会赚得盆满钵满。但是，如果情况没有好转又会怎样呢？

乱上加乱的是，意大利实施的税法非常古怪，而且政府债券有两种，一种采用浮动利率，另一种采用固定利率。由于债券市场极不可靠，因此政府不得不支付比广为交易的互换利率（一种利率衍生品）高得多的利率。这种互换利率通常接近于私营银行的利率水平。因此，债券市场认为，意大利政府的违约风险甚至比私营银行还要高。

哈贾尼认为市场过高估计了意大利政府的债券违约风险，其他领域的风险定价根本没有这么离谱。作为典型的冒险派，他建议公司利用这一价格扭曲机会投入重金进行交易。这是一场精心算计的赌局，如果意大利政府违约，长期资本管理基金会输得连裤衩都不剩，而交易对手则会满载而归。对于高度怀疑意大利经济形势的美国合伙人来说，这场赌局可谓性命攸关。厌恶投资风险的比尔·克拉斯科对此尤为担心，一帮人围绕这个问题激烈争论了几个小时之久。

简单地说，这笔套利交易关注的核心是市场对意大利政府的缺乏信心。不过对长期资本管理基金来说，问题显然没那么简单。哈贾尼最终在争论中占了上风，他买入固定利率政府债券，卖空互换产品的固定利率。此外他还买入浮动利率政府债券，这一投资领域很少有人涉足。作为对冲手段，哈贾尼也建立了卖空头寸以平衡风险。一开始，长期资本管理基金为对冲整个投资规模，购买了价格不菲的政府违约责任险。（而为了防止保险公司破产，他们甚至购买了再保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险。）[20]随着意大利市场赌局做得越来越大，长期资本管理基金已经无力再购买保险了，只能听天由命了。根据内部人士的分析，意大利政府一旦破产，基金会出现一半的资本损失。

对于意大利市场暗藏的惊天风险，这只缺乏管制的对冲基金对其投资者始终只字未提。公司的投资报告大多流于形式，从不透露资金的具体用途和投资方向。梅里韦瑟在致投资者的信件中总是列举各种数据和市场变动，但是对基金的实际运作却往往高度缄默。他的表述总是客观冷淡，好像隐藏事实是为了投资者好。尽管他在信中表示：“各位投资者，我们愿意和你们保持经常沟通”，但实际上梅里韦瑟的邮件并无多少实质性内容。即便偶尔有所透露，他也会要求投资者高度保密，仿佛长期资本管理基金是一片娇弱苗圃，经不得任何风吹日晒。该基金的合伙人总是千方百计地逃避媒体关注，甚至不惜买回《商业周刊》公开发表其个人照片的权利。

虽然高度重视风险，但长期资本管理基金的管理仍存在一个严重缺陷——不像银行那样设置独立的风险经理来监督交易员，长期资本管理基金依靠合伙人自己监督自己。这种方式尽管可以避免大公司行动迟缓、组织僵化的问题，但是也容易造成出了问题无人负责的情况。

例如在其他公司，交易员需要征得风险管理委员会的同意之后才能开始交易。但是在长期资本管理基金，希利布兰德和哈贾尼会永无休止地争取自己想要的交易，而且最终都会实现目标。其他合伙人或迟或早都会接受他们的“建议”。与其说是心甘情愿，倒不如说是疲于应付。这种局面的形成应该说与梅里韦瑟的纵容有很大关系。要说这位管理者有什么重要缺点的话，控制不好这两个任性的手下绝对可以算作其中之一。这群合伙人显然缺乏一个类似古特弗罗因德的人物，他在所罗门兄弟债券公司发挥了很好的平衡作用，长期资本管理基金也需要这样一位“家长”。遗憾的是，在这里每个人都是各自为政、各负其责。

不过在研究交易活动时，他们个个都是全力投入，意大利交易就是一个很好的案例。为加强意大利信息的搜集整理，哈贾尼组建了一个情报网络。他聘请（先是兼职后来全职）意大利前财政部官员、哥伦比亚大学教授阿尔伯特·乔凡尼担任咨询顾问。此人也毕业于麻省理工学院，时常往来于伦敦和罗马，一边和家人团聚，一边搜集市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信息。后来，哈贾尼又招募到麻省理工学院研究生杰勒德·杰诺蒂为其服务，此人是比利时驻意大利大使的儿子，会说一口流利的意大利语。据一位员工回忆："哈贾尼对意大利的情况总是特别着迷。"长期资本管理基金和意大利央行的关系也十分密切，后者先是向该基金投资了1亿美元，后来又为其提供了1.5亿美元的贷款。

既然长期资本管理基金的交易高度依赖数学模型，何必还要费工夫去搜集市场情报呢？这是因为，数学模型只能发现意大利债券市场的价格相对于历史状况和预计风险较低，但并不能提供其他信息。合伙人认为在其他条件相同的情况下，市场的未来发展会呈现出与历史雷同的趋势。于是，他们决定大举进入意大利市场。此外，他们的数学模型也不是什么秘密。谈到意大利交易，所罗门兄弟债券公司一位伦敦交易员称："打开财经日报，上面全是利用数学模型进行市场交易的案例。只要上过大一的数学课，人人都会用这个模型计算市场价格。"的确，其他公司的交易员多年来一直在做类似的交易。长期资本管理基金进入这一市场时，意大利债券的价差已经开始缩小，竞争对手开始挥手离场了。哈贾尼的第一批10亿美元左右的意大利债券是从所罗门兄弟债券公司买入的，这表明后者已经退出市场了。如果认为长期资本管理基金在交易方面有什么秘密操作的话，这显然是无稽之谈。因为华尔街的众多公司也在麻省理工学院招人，几乎所有的大银行都采用同样的数学模型。而且，大家在债券市场中投资的也都是相同的存在价差的产品组合。

长期资本管理基金的优势不在于其数学模型，而是首先在于理解模型的丰富经验——这群合伙人从事类似交易多年，积攒了很多成功经验。其次，该基金的优势在于拥有更强大的融资渠道。在基金开始运作的第一年，罗森菲尔德已经和30家银行建立了回购协议融资合作关系，并在20家银行中设立衍生品交易部门，所有这些合作都是毫无附加条件的。[21]拥有如此强大的融资渠道以及合伙人的高度自信，长期资本管理基金的交易规模异常巨大，即使在有人退出的市场中也能继续利用微弱的盈利空间。一位交易员称："和其他公司相比，我们更注重微小的市场价格差异，利用对冲和大规模杠杆保护并放大利润。"

对于这种肆无忌惮负债投资的做法，也有人感到十分忧虑。Baupost是一只总部位于麻省剑桥市的基金，该基金合伙人塞思·克拉曼在致投资者的邮件中称，几位前所罗门兄弟债券公司的交易员成立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了一家新基金（显然是指长期资本管理基金），来邀请自己投资但被自己拒绝了。克拉曼对华尔街日益疯狂的投资现状感到不安，拥有各种财务模型的投资银行正在把金融资产重新包装成诱人的新证券（利率型证券和本金型证券），以吸引投资者的热情追捧。更危险的是，杠杆的出现让贪婪的投资者变得更加饥渴。高达两位数的债券回报率已经成为往事。投资者们，尤其是那些如雨后春笋般大量出现的对冲基金投资者，正在想尽一切办法借钱投资以扩大回报。克拉曼感到不解的是，投资者怎么会如此肯定市场永远存在流动性呢？他担心投资者故意忽略小概率事件可能造成的影响，历史上曾多次出现精心设计的投资计划被市场中的突发性干扰或崩溃所打乱的情况。他警告称："通常，成功的投资者会做好应对百年一遇的股灾的准备，而如今这种理智的投资正在被疯狂的情绪所取代。"对于长期资本管理基金，克拉曼认为按照他们预计的杠杆水平，只要犯一次严重的错误，其资产就有可能损失大半。他说："如果同时出现两个重大失策，结果将会是灾难性的。"[22]

[1] 此处原文为购买，但后面又提到向上家支付担保，故此处理为获得或借入。——译者注

[2] 维持头寸需要投入成本。虽然是简单交易，但其中仍涉及四种不同的支付活动。长期资本管理基金支付的担保金可以产生利息收入，得到的担保金会产生利息支出（利率相对较高）。由于持有的债券息票率为7.36个百分点，卖空的债券支付利率为7.24个百分点，因此这一价差可以在某个程度上弥补担保金利息亏损。从总体上看，长期资本管理基金每个月会损失几个基点的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第4章　大胆投资

从严格意义上说，如果世间一切活动都是往日重现，那么所有风险都将不复存在。

——默顿·米勒，经济学家、诺贝尔奖获得者

1994年成立当年，长期资本管理基金就创造了28%的利润，扣除管理费之后，利润率仍达到20%。在普通债券投资者巨额亏损的年份，取得这样的成绩可谓相当惊人。10月，在确定基金实现重大盈利的情况下，梅里韦瑟却对投资者发出了警告，称未来几年公司很可能会出现亏损。他强调："即使以一年为单位进行衡量，未来也会出现重大亏损。"的确，任何一位优秀的基金管理人都会发出这样的警告。只要了解这个行业，他们一定清楚未来会有灾年。如果足够诚实，他们就会向投资者坦言，或者至少给他们泼点冷水。

不过梅里韦瑟写给投资者的信的内容要多得多，他还附上了学术明星默顿和斯科尔斯撰写的附件。长期资本管理基金不但坦言可能会出现亏损，而且详细地列出了发生亏损的概率，精确度甚至达到了小数点后好几位。就像扑克牌说明书会告诉你抽中卡张顺子[1]的概率是8.51%一样，这群教授通过计算得出的结果是，长期资本管理基金有12%的时间会出现至少5%的亏损。也就是说，每100年里会有12个亏损年。此外，信中还详细地描述了出现10%、15%和20%的亏损的概率。[1]

当然，长期资本管理基金也可以通过修改假设条件来调整这些概率。这样一来，信中就要罗列很多栏数据，看上去就像《每日赛马报》的版面一样。问题的关键是，长期资本管理基金对概率的预测非常精确，这帮教授好像掌握了什么秘诀，或是有一双慧眼从不同角度去观察世界，因为普通投资者谁也不敢去做这样的预测。大多数人可能知道手中的股票会跌，但如果问他们会跌多少，恐怕谁也答不出来。然而长期资本管理基金致投资者的邮件却一反常态，突破了普通人对事物的看法和认知。我们可以来打个比方，如果你的孩子所在的学校中有个学生出现危险的传染病症状，校方通常会通知家长，或许还要说明做好哪些预防措施；但如果校长来信称你的孩子有19%的概率被传染、12%的概率停课一周、2%的概率会出现死亡时，你会觉得这不过是小概率事件，用不着惊慌失措。这时你想的不是赶紧让孩子回来，而是校医院有没有行动起来以及医生们有没有治疗良方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老实说，长期资本管理基金在这封信中侃侃而谈的也是“治病良方”，即公司应对风险的理论。它并没有谈具体交易或投资活动，实际上也毫无必要。对于每一笔投资，长期资本管理基金只关注两个重要问题：预计的平均回报率是多少？每个具体年份的实际回报率和平均值有多大的偏差？比方说你有一副骰子，每次掷出的平均点数是7点，那么其变动值不会超过5点（因为不可能掷出12点以上或2点以下）。有鉴于此，在你掷出的点数中有三分之二不是7点，就是比7大或2点以下的数。

因此，如果投资者是理智的，而且有机会在5~9的点数上平均下注，他就肯定会接受。当然，你不可能每一把都掷出5~9的点数，所以理智的投资者不会下太大的赌注。但如果这个赌局可以进行100万次，而且最后一笔清算赌注的话，结果会怎样呢？如果是那样，你应该把所有资金都投进去。你或许掷出过一次、两次或三次2点，但是在100万次中，失败的概率可以说微乎其微，不信你可以试试。

计算投资风险的概率显然要难得多，生活中没有多少方面能够得到精确的预测。（正因为如此，准确的预测机构才非常少。）我们可以肯定的是，对于IBM的股票，以80美元的价格买进要比以90美元买进的盈利面更大。这就好比你的孩子去学校，两个小伙伴生病要比一个小伙伴生病的传染概率更大一样。问题是这个概率究竟大多少？遗憾的是，无论是股票投资还是孩子被传染生病，这两种风险我们都没有足够的数据进行量化。

值得注意的是，购买IBM的股票（或是孩子在学校被传染生病）和掷骰子相比还有一个显著的不同点。掷骰子存在风险（你有可能掷出最小的2点），但不存在不确定性，因为你明确地知道有机会掷出7点或别的点数。投资股票则不然，它既存在风险又存在不确定性。存在风险是指IBM的股票价格可能会下跌，存在不确定性是指下跌的可能性有多大无人知晓，毕竟政治、经济、管理、竞争等各种变量都会带来不确定性，而这些都是人类无法控制的因素。

有鉴于此，长期资本管理基金致投资者的信出现了重大进步。虽然坦言存在投资风险，但是合伙人用数学概率体现亏损可能性的做法极大地消除了不确定性。对梅里韦瑟及其交易员来说，资金管理与其说是一种需要做出大量判断的艺术，不如说是一种可以精确量化的科学。他在信中表示：“长期来看，投资者每5个月中有1个月会出现5%的亏损，每10个月中有1个月会出现10%的亏损。”至于出现20%以上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亏损，这样的概率每50年才会出现1次——默顿和斯科尔斯的神圣教谕并未体现出出现更大损失的可能性。

要做出如此神奇的预测，其秘诀其实超级简单。正如一副骰子掷出的点数会围绕基本数字7上下变动一样，长期资本管理基金发现债券价格也是围绕一个基本值偏离或变动的。通过向计算机输入数以万计的债券价格，交易员们就可以发现债券的历史价格变动情况，即这些债券在市场中是如何波动的。其中的基本值（可针对不同类型的债券通过大量日线、月线和年线数据计算得出）即为预估未来市场风险的基础。因此，长期资本管理基金新闻发言人彼得·罗森塔尔称：“风险不过是波动性的体现，这些因素全都可以量化。”梅里韦瑟、默顿、斯科尔斯和整个公司对此完全深信不疑。

他们的投资组合就像藏有无数数字组合的魔法帽子，每一组组合代表着一笔特定交易可能带来的变动和收益。曾在所罗门兄弟债券公司和他们一起工作过的罗伯特·斯塔维斯称：“这群人每天想的都是那些数字组合。他们研究具体的产品组合，如利率型证券、意大利债券等，同时也思考不同组合之间的关联。”例如，抵押债市场会不会出现与意大利国债市场相同的趋势？一笔交易的亏损会不会导致另一笔交易获利？他们会根据市场对回报率和波动性的影响来调整交易的权重，或单独为之，或全盘行动。他补充道：“这种对交易组合的微调时时刻刻都在进行中。”

梅里韦瑟的交易员高度关注的是有限风险。他们管理基金的核心思想是，通过设定明确的变动区间来获得盈利。如果投资组合表现得过于平缓，他们就会借入资金“兴风作浪”；如果投资组合大起大落，他们就会降低杠杆，平抑基金表现。他们并不设定具体的投资回报率，而是设计投资组合，使其在大多数年份的波动水平和股市表现尽量一致。波动性一旦过高，风险就会随之显著提高；波动性如果不足，他们的投资就很可能会打水漂。美林银行负责为长期资本管理基金筹款的戴尔·迈耶称：“任何了解投资理论的人都知道，波动性和回报率其实是一回事，波动性提高意味着回报率增长。”

如果说这没什么好稀奇的，那是因为在20世纪90年代，这种投资方式在华尔街早已人尽皆知。各大交易厅都把学术界数字概率理论奉为圭臬。在银行风险经理眼中，波动性即决定一切的黄金原则。J.P.摩根银行一位高管被问及风险定义时，不假思索地说：“风险即围绕平均值出现的变动。”在这种思想的影响下，华尔街变得空前自负，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每日印刷在《华尔街日报》上的股市收盘预测就像寿险公司精算表中的数据一样可靠，又像掷骰子那样拥有明确已知的概率。这种自负在很大程度上源自默顿和斯科尔斯，因为在华尔街的每一家投行和交易所中工作的年轻博士们，无一不是他们的学生或学生的学生。在这些公司里，既有每年斥资千万美元聘请的研究分析人员（如股票挑选师），也有金融专业毕业、凭借市场有效假设大胆投资的交易员。根据这一假设，股票价格总是正确的，因此挑选股票不过是骗人的把戏。

在长期资本管理基金，一些投资者很早就对这一金科玉律烂熟于心。特伦斯·沙利文认为，市场出现灾难性事件的情况非常罕见，导致长期资本管理基金出现严重错误的概率100年才会出现一次。诚然，债券价格不时会偏离市场平均值，当市场表现与长期资本管理基金的投资方向相反时，公司的确会出现损失。但是作为整体而言，他们在市场中的所有交易不可能始终偏离平均值。就好像一个人不可能连续7次掷出2点或两次都被闪电击中，出现这种概率的机会不到百万分之一。苏利文早在匹兹堡大学读商学院时就明白这一点——毋庸置疑，跟所有学校一样，这里传授的也是默顿和斯科尔斯的市场理论。

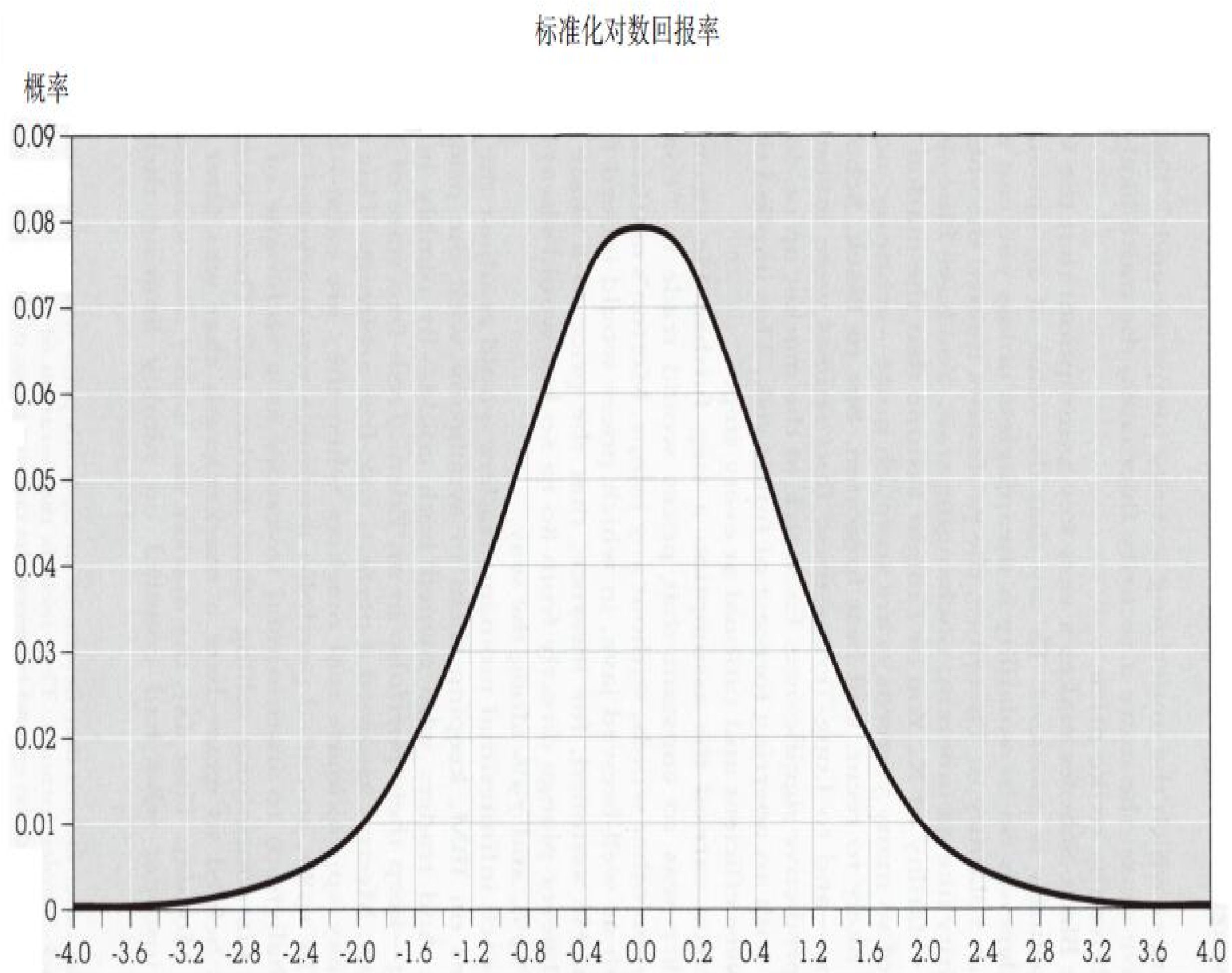
实际上，默顿和斯科尔斯并不参与长期资本管理基金的交易，只是偶尔会提供一些参考建议。此外，很多投资者以为指导具体交易的数学模型是他们开发的，但事实也并非如此。不过默顿和斯科尔斯可以被称为该基金的理论思想之父。斯科尔斯在基金成立时曾表示：“我们不只是一家基金，更是一家金融技术公司。”[2]更具体地说，长期资本管理基金是一家尝试利用数字管理交易风险的企业。这场实验的核心理念即波动性，在所有合伙人心目中，这一理念已经取代杠杆成为体现交易风险的最佳代名词。长期资本管理基金的很多交易都是在利用价差，因为它能反映出市场对未来变动风险的错误估计，而这一风险恰恰是公司赖以盈利的根本。显然，这些投资策略直接源自布莱克-斯科尔斯模型。

布莱克-斯科尔斯模型，一开始是在物理学研究的基础上建立的。统计学家曾长期意识到“大数定律”现象的存在，简而言之，如果有足够数量的随机事件作为样本，这些事件就会呈钟形曲线分布，其中最常发生的事件集中在顶部，极端事件分别位于曲线两端（见图4-1）。这一现象被称为正态分布，用数学术语来说，即对数正态分布。举例来说，篮球教练在某街区高中的男生中挑选队员，在100名男生中，根据身高的正态分布，其中有60~70人属于平均身高，一小部分偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

矮，一小部分偏高，能够加入球队的特高男生大概只有一人。幸运的话，这位教练或许能找到两名中场队员，但是要想在同一条街上找出20个两米多的大个子，这种可能性根本不会出现——除非这一带的男生都有某种血缘关系，且该家族的男人都是大个子，那样的话就不叫随机选择了。彼得・伯恩斯坦曾经说过，只有当众多随机事件发生时，自然模式才会从混乱无序中逐渐得以浮现。[3]

布莱克、斯科尔斯和默顿认为，金融市场的价格变化也是随机出现的，[2]因此没有人可以预测任何特定的价格变化。但是长期来看，他们认为这些价格的分布也会像其他随机事件一样呈现出某种模式，如翻硬币、掷骰子，或是高中男生的身高。意大利债券和流通国库券市场也呈钟形曲线分布，在其中大部分时间里价格只有微小的上下变动，在极个别天数才会出现极端变化——表现为突然的大幅上扬或下挫。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图4-1　正常的钟形曲线

他们认为，如果变化的数量是已知的（即波动性确定），那么股票、债券或其他资产在相对时间内的涨跌概率是可以通过计算得出的。布莱克-斯科尔斯模型中采用的微分方程改编自物理学方程，该方程原本用于描述一个物理学现象，即奶油倒入咖啡杯后会出现怎样的运动轨迹。[4]实验表明，尽管每一个奶油分子的运动轨迹都是随机的，但整体来看它们会呈现一种可预测的轨迹——从中央向周围扩散。换句话说，奶油分子永远不会同时朝同一边扩散。

布莱克-斯科尔斯模型认为市场价格也存在这种可预测性——不会同时出现一边倒的状况。在评估期权价格时（即未来可以以明确成交价购买某证券的权利），波动性是唯一重要的因素，即标的证券价格围绕平均值上下跳动的比例范围。[3]波动性是一个非常直观的因素，证券越是波动，市场价格超越成交价的可能性就越大。

布莱克-斯科尔斯模型有一个非常重要的假设，即证券的波动性是恒定的。我们说购买IBM股票的期权价值取决于其波动性，这种说法毫无意义，因为人们对如何定义“波动性”尚未达成统一观点。因此，这些教授倾向于把证券的波动性视为一种稳定不变的内在因素，就好像你有一双蓝眼睛，IBM股票波动率为X%一样都是固定不变的。在一般人看来，市场的历史波动情况如此复杂而毫无规律，根本不可能重现。但是对布莱克、斯科尔斯、默顿以及长期资本管理基金来说，这些波动却具有非常重要的预测意义。市场的每一次上涨或下跌都蕴含着对未来风险准确无误的预测。这意味着，他们认为市场的每一个动作都是有效且理性的。

默顿把这一假设又向前推了一大步。他假定市场波动性高度恒定，以至于价格可以在持续时点上进行交易——不会出现价格突变。默顿眼中的市场就像刚煮好的爪哇咖啡一样香浓润滑，而其中的价格就像奶油分子一样运动轨迹高度一致。例如，他认为IBM的股票价格永远不会出现从80元直接到60元的猛跌，而会始终沿着79.75、79.50、79.25的轨迹逐渐变化。

在每一个无穷小的时点，交易员可以不断地对IBM的期权价格进行调整，以使其和IBM的股票价格保持同步。如果同时拥有IBM的股票和期权，只要能够及时、敏捷地买入卖出，他们就能保证投资组合处于完美的、毫无风险的平衡状态。简而言之，默顿假设的是高度完美且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不存在任何风险的套利交易。当市场冷静、理智时，这一假设或许可以接近其真实状态，除此之外绝无任何实现的可能。1987年时，市场上曾出现过为机构投资者提供的所谓的投资组合保险，该保险宣传噱头十足，称可在市场下跌时通过不断卖出证券的方式避免客户出现重大损失。但实际上，这些保险公司恰恰是当年推动市场滑向股灾的帮凶，成就了臭名昭著的股市“黑色星期一”。那一天，美国股市出现断崖形走势，这些保险公司的快速止损完全跟不上市场恐慌性抛售的节奏，最终不但导致华尔街崩盘，更是让这些公司输得连裤衩儿都不剩。

默顿的完美套利交易假设可以说是长期资本管理基金（以及其他证券公司）建立对冲交易模型的理论基石。早在所罗门兄弟债券公司时，这帮合伙人就已经利用这一风险假设创造了巨大投资利润——当然，偶尔也有几次惨痛失手的经历。因此，他们对这一理论相当自信。公司的交易员对价格也十分敏感，这意味着他们非常清楚可能出现损失的概率。尽管如此，曾经的辉煌也不能保证以后不会在阴沟里翻船，过去的成功并不表示以后能准确无误地判断市场出现滔天巨浪的概率——哪怕这种可能性很少出现。

默顿的理论之所以充满诱惑，是因为它用似是而非的正确性掩饰了本质上的根本错误。多年来，学术界一直在争论这些模型是否可靠，而未来这一争论仍将继续下去。英国作家切斯特顿说过，生活无异于“逻辑学者们的圈套”，它似乎充满理性但实则不然，它常常通情达理，偶尔却会黑你一下。

我们的生活看起来如数学般严谨而规律，其中的精确和规矩一目了然，但是这种表象之下却隐藏着混乱和无序，它们静静地等待着伏击的机会。[5]

默顿自己也落入了这个圈套，他的“连续时点金融”似乎把整个金融活动都包裹在了小小的清洁球中。默顿在理论上几乎解决了所有金融问题或是为其指明了解决方向，包括如何评估垃圾债券价值，如何为储蓄保险定价，等等。他的理论看起来兼具智慧和优雅，这也是他长期渴求实现的目标。默顿曾满意地称：“科学理论很少同时具备美感和实用性，但是这一理论做到了。”[6]

20世纪70年代在麻省理工学院读书的埃里克·罗森菲尔德把默顿视为“不可思议的数学家”。他说从未有哪位教授像默顿那样，一篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从未发表的文章竟会成为大量论文引用的对象。默顿毕生所有作品都是基于市场价格随机漫步的假设，这些假设和现实世界具有密切的关联。谦逊的罗森菲尔德称，他曾和默顿的其他门徒一起跑到物理系图书馆中，试图寻找可以应用到金融领域的数学公式。

在学习默顿理论的同时，罗森菲尔德还参与了金融软件的开发工作，为数学理论在华尔街的普遍应用奠定了基础。他和朋友米切尔·卡波都是苹果二代电脑的爱好者，在那时几乎没有多少电脑软件。卡波觉得电脑是个挺酷的玩意，罗森菲尔德当时正在用定量系统进行投资和赌球活动。1978年，正在忙毕业论文的罗森菲尔德每天都花很多时间泡在大学的计算机房里，他问卡波能否编写一个可在苹果电脑上运行的程序。卡波做到了，这件事改变了他们的人生。这两位好朋友合伙成立了一家小公司，名叫微金融系统公司（Micro Finance Systems）。他们发布了一款叫Tiny Troll的桌面图形和统计软件，不但功能强大，而且非常实用。这款软件卖出了几千份拷贝，卡波和罗森菲尔德赚到了几十万美元。

卡波曾做过酒吧DJ和冥想教师，这次成功让他看到了未来的发展。于是，他设计了新的创业计划并邀请罗森菲尔德加入。实际上，卡波正是发现金融理论漏洞的人。罗森菲尔德告诉他股票价格的运动和奶油分子的轨迹相同，这一理论如此有趣以至于卡波也报考了麻省理工学院。但是选修默顿的金融课程之后，卡波认为，定量金融与其说是科学不如说是一种信仰，是那些“盲从数学模型作用”的理论学家们的信条。他认为，这一理论对于那些渴求秩序感的学者来说很合胃口，但如果市场表现和模型预测相反，就必然会把他们引上危险的歧途。卡波后来成立了莲花软件开发公司（Lotus Development Corporation），并逐渐将它发展成软件行业的名企。去哈佛任教的罗森菲尔德把之前的软件销售所得投入两个新的项目中，其中一个是投资帆船特许经营。可惜的是这艘船在处女航时差点沉没，让他损失了一大笔钱。[7]

卡波并不是唯一怀疑默顿的理论模型过于超前的人。长期资本管理基金成立时，默顿在麻省理工学院的导师保罗·萨缪尔森也深感忧虑。作为首次荣获诺贝尔奖的金融经济学家，萨缪尔森认为“连续时点”不过是一种理想状态而已。在实际生活中，交易员往往需要几秒、几分钟，甚至几小时的时间去分析事件并做出反应。当事件极其严重、超出他们的控制范围时，市场表现就会出现断裂。拿奶油分子形容市场价格运动并不准确，因为奶油分子的运动轨迹绝不会出现异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常，但IBM的股票价格肯定会出现异常。萨缪尔森称："这一点对于长期资本管理基金来说非常重要，布莱克-斯科尔斯模型的真正意义在于，你确切了解的不是市场中会出现怎样的价格，而是对哪一段时期的数据进行抽样，而数据抽样的结果直接决定对数正态分布的假设是否正确。早在长期资本管理基金成立时，我就对他们的观点表示怀疑。"8

这就像打扑克牌，一副牌再怎么变化也是已知的，因为它只有54张。而人寿保险的情况就不同了，因为这个世界上每一分钟都在增加新的人口，保险精算只能依靠近似数据进行采样。这种方法虽不完美却是有效的，因为人口数据样本量很大，而死亡率的变化却非常缓慢。问题是，对金融市场来说，我们永远无法确定获得的样本是否完整。20世纪20年代的所有市场交易是一种表现，30年代大萧条时期则是另一种表现。同样，通货膨胀的20世纪70年代的市场交易所呈现的走向，与躁动不安的90年代的市场表现又不相同。再往后，美国股市才出现所谓的价格表现正态分布，可谁又敢说接下来的市场走向会不会出现新变化呢？从具体公司来看情况也是这样，IBM身处一个快速变化的经济时代，企业管理者每天都要面对新状况、新问题和新产品，这些新事物个个都有不同的风险，根本无法进行量化。要是哪个经理建议公司根据以往经验准确预测未来风险，恐怕早就被炒了鱿鱼。

斯科尔斯的论文导师尤金·法玛也对这位高徒的观点表示不解。法玛十分欣赏期权价格公式作为理论模型的指导意义，但是利用该模型帮客户投资就是另一回事了。20世纪60年代初，法玛在其论文中对30只道琼斯工业平均指数股票的价格运动进行分析，结果发现它们存在一种显著模式：这些股票无一例外地显示出，出现极端价格运动的天数要比正常价格分布的天数多得多。打个比方来说，法玛调查的股票就好像一个小镇上大部分人都是普通身高，但每隔20人就会出现一个巨人或侏儒。这种极端数据（即异常值）的大量出现是随机分布理论无法解释的（见图4-2）。法玛称：

如果说所有价格变化严格呈正态分布，那么对任何股票平均而言……观察到价格偏离中位值超过5个标准方差的概率为7000年一遇。但实际上，这种情况每三四年就会出现一次。9

从图4-2上看，法玛的股票价格呈现出的是另一种钟形曲线，它的两端显著拉长，表明存在大量极端值（即"尾部值"）。法玛曾和斯科尔斯对此进行过讨论，其实他的论文对于长期资本管理基金的未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

具有重要意义。法玛并不认为理想模型可以代表真实市场，他警告称真实市场存在“非连续”价格变化（即突变值），很可能导致投资者出现重大损失。毕竟，“这种市场本质上是充满风险的”。[10]

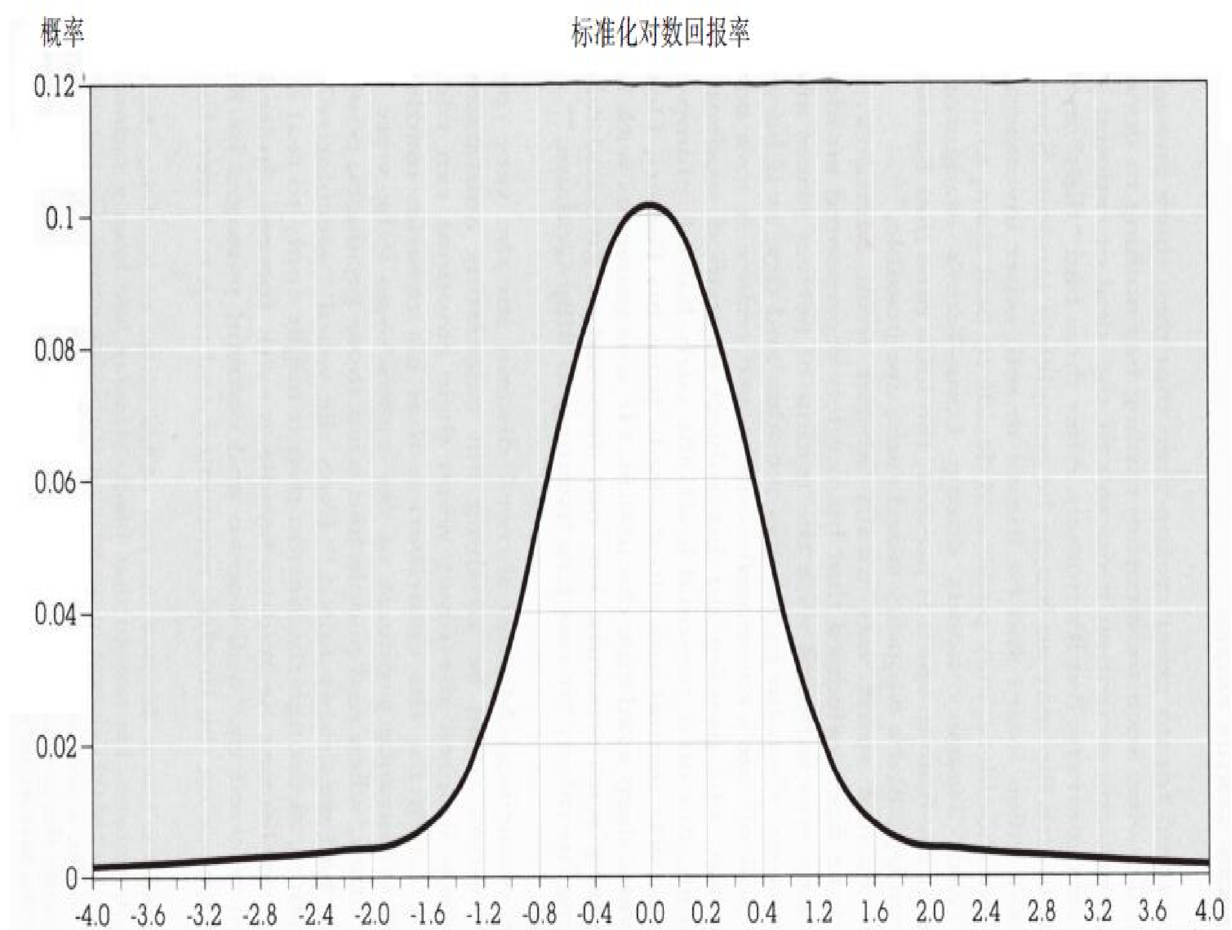


图4-2　肥尾曲线：两侧极端事件增多

截至长期资本管理基金成立时，各种投资指导手册中已经明确说明，所有金融资产都会像法玛研究的股票那样出现同样的价格变动。[11]抵押证券的价格变化通常和模型的预测吻合，但是也会毫无征兆地突然出现巨变。这就像法玛所说的那样，“生活中总是存在肥尾”。[12]就在梅里韦瑟发表致投资者信之后几个月，墨西哥比索便严重贬值，导致投资者出现恐慌情绪，进而引发从得克萨斯到火地岛的连锁反应。阿根廷和委内瑞拉的市场也未能幸免，股市在同一时间出现狂跌。直到美国财务部长罗伯特·鲁宾（此人曾在高盛担任过套利交易员）组织政府救助，市场信心才逐渐恢复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即使只是偶尔关注金融市场，人们也会直观感觉到股价（或债券价格）的波动性非常大，总是不停地上蹿下跳。最明显的例子是股市的“黑色星期一”，那一天股市在毫无任何征兆的状况下狂跌23%。后来有经济学家指出，根据股市的历史变动水平来看，即使自宇宙诞生以来天天开市，也不可能出现如此惨重的股灾。实际上，就算把宇宙形成的时间重复算上10亿次，理论上出现这种狂跌的概率依然为零。13 然而遗憾的是它还是出现了。显然，依靠市场过去的变动情况既不能帮助投资者应对危机，也无法提前预测风险会在什么时候出现。

金融市场交易比抛硬币更容易出现极端状况，特别是那些百年一遇的股灾（这个词是长期资本管理基金出现问题后，合伙人经常抱怨的口头禅），其中是有一定原因的。作为随机事件，抛硬币有一个重要的构成条件，即每一次抛掷都和上一次不同，是完全独立的行动。换句话说，硬币并不记得自己已经连续三次头像朝上落地，第四次抛掷的结果仍是一半对一半的概率。

但是市场是有记忆的，有时一种趋势的持续不过是因为交易者期望或担心的结果。投资者盲目跟从市场是因为他们觉得别人都在做同样的举动。这种惯性交易与理智分析证券价格毫无关系，它并不符合有效市场和理性投资者的理想假设。但不可否认，这就是人性。市场连续经历三次下滑之后，出现第四次下滑就不完全是随机事件了。一些交易员面对亏损会被迫清仓，导致其他的观望投资者感到恐慌，进而形成抛售——长期资本管理基金刚成立时就出现过这种市场形势。只要有人性因素的存在，无论是法玛观察到的小变动还是诸如“黑色星期一”那样的大股灾，异常的市场波动概莫能外。14[4]

但是默顿的市场理论并不包括对人性的分析。他承认这些模型体现的是市场的理想状态，其作品中随处可见完美价格和理性投资者之类的概念。默顿的文章十分枯燥无味，摒弃了一切情绪表达，只剩下晦涩抽象的理论。尽管他对市场研究的激情在课堂上让学生们大受感染，但在个人生活中这位一头卷发的圆脸教授却总是一本正经、态度冷淡。除了那辆法拉利跑车，深奥的学术讨论对他来说就是生活中的一切。默顿有很多时间和学生们相处，但他并不习惯寒暄或思想交流。一位学生回忆称：“听他讲课就像在听比利·格雷厄姆发言。”

热衷于宣传市场理论的默顿非常鄙视投资者的情绪化反应，认为他们应当像机器人一样理智，不能被喜怒情绪所控制。应该说，20世纪80年代投资组合保险产品的泛滥和他的理论宣传有很大关系，遗憾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的是默顿似乎没有注意到投资组合保险最终以惨败而收场。[15]对他来说就连“投机”这个词都要加上引号，仿佛使用它形容投资者会引起很大的不快，必须要用镊子小心翼翼地处理一样。当默顿提到“凯恩斯的著名文章”时，总会对这位英国经济学家和学者敲打一番，认为他不应当在学术作品中使用生动形象的拟人形容词，似乎这是对严谨理论的一种亵渎。默顿拥有坚定纯粹的学术信仰，认为科学理论容不得半点妥协。美国经济学家罗伯特·希勒认为市场波动性太大，并不适合完美市场理论模型。此言一出，默顿火冒三丈，就好像容忍不同观点会威胁其理论大厦的安全根基一样。他反击道：“这一言论造成的负面影响简直不言而喻，如果希勒继续保持对市场有效论的反对，这无疑是对当代金融经济理论根基的严重怀疑。”[16]

长期资本管理基金的交易员当然知道这些模型存在缺陷。曾在所罗门兄弟债券公司套利业务组工作过的罗伯特·斯塔维斯称：“我们知道不能机械地使用它们，但是这是目前为止最好的模型了。你去看看那些依靠直觉判断市场的老派交易员就会清楚，拥有这些模型和数据要比直觉判断准确得多。”

长期资本管理基金的交易员并不是机器人，他们也会争论，有时每周甚至会激烈争论几个小时，探讨模型结论的具体含义以及是否按照模型的建议行动。他们也清楚“肥尾理论”（即市场可能出现难以预料的灾难性事件），并会对模型做出相应的调整。但是未知事件岂是电脑程序可以预测的？尽管长期资本管理基金的大部分交易都是低风险的，但这并不表示风险并不存在。而且，发生风险的程度也无法精确地加以量化。利用数学模型解决问题的缺点在于，它总是把本质上不确定的事物掩饰成确定事件。曾拒绝投资长期资本管理基金的康赛科保险公司负责人马克斯威尔·布勃利茨打了个比方：“你看见莫妮卡·莱温斯基端着盘比萨走进克林顿的办公室，接下来会发生什么谁也不知道。难道说用数学模型可以算出他俩有38%的概率会闹出性丑闻吗？模型得出的结论看起来再美，终究也不过是猜测而已。”

到20世纪90年代中期，无论在华尔街还是格林尼治，这种（市场风险确定性和不确定性之间的）差别已经消失殆尽。从美林到J.P.摩根，再到美国信孚，每一家银行都在以日、月、年为单位计算交易出现风险的可能性，结果甚至精确到小数点后好几位。就连美联储也搞了很多名为“风险价值”计量活动。在这些活动高度复杂的表象之下，人们关注的是同一个问题：“如果市场表现和过去一样，我们的投资会损失多少？”显然，这是一个很不靠谱的前提，万一市场表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和过去不一样呢？马克·吐温有句名言：历史虽然进程相似，但永远不会完全重复。[17]

如同1995年墨西哥货币贬值那样，这些活动一直持续到危机爆发才停步。恰恰是在无法预料的市场动荡出现，人们最需要这些模型时，它们却失灵了。就像天天出门带伞，下暴雨那天却忘记打伞一样，市场运行正常时这些模型个个有效，却唯独在比索贬值的时候不灵光了。在耶鲁大学任教的货币交易员戴维·德罗莎称风险价值计量模型无异于“诱使船只失事的灯塔”，在这一领域进行模型开发的市场先锋J.P.摩根银行（拥有名为RiskMetrics的计量品牌）也曾公开承认其模型存在缺陷。在1994年10月（即梅里韦瑟写致投资者信同月）的一份文件中，J.P.摩根银行承认市场表现并不像抛硬币那样随机和独立，波动性本身即“充满不确定性”。然而尽管如此，无论是这家投行还是华尔街的诸多效仿者仍在使用风险价值计量模型。对此，J.P.摩根银行辩解称“找不到其他有说服力的替代方案”，[18]就好像这样可以为自己犯错找到借口一样。

在所有采用风险价值计量模型的公司中，长期资本管理基金可谓是鼻祖。[19]这帮教授在致投资者的信中所写的附件，读起来就像默顿的课堂笔记。这个附件极其自信地告诉投资者，股票市场的收益是独立（随机）分布的。此外，他们还强调长期资本管理基金的投资回报和市场表现呈反向关联，就是说这个月下跌意味着下个月会上涨，因此不会出现连续亏损的情况。默顿和斯科尔斯认为：如果某个季度出现低回报率，那么下一个季度很可能会出现高回报率。长期来看这种观点是合理的，因为市场会逐步纠正其定价错误，否则买入存在价差的证券进行投资就毫无意义了。但如果市场在纠正错误之前继续偏离，甚至大幅偏离正常轨道，就像埃克斯坦在20世纪70年代所遭遇的那样，那投资者该怎么办呢？但对于这种可能性，信中并未提及。

对于这群合伙人来说，其交易思想的核心理念是市场会逐步变得更加高效、更具流动性和持续性，也更像默顿所预示的那样。[20]当更多投资者进入市场寻找定价错误的证券时，当市场信息以更快的速度传播时，投资者纠正错误价格所花的时间就会越来越短，这一点似乎是合理的。大多数情况下他们或许也是这样做的。有效的市场即波动性较低的市场（不会出现“黑色星期一”），随着时间的推移会进一步成为风险较低的市场。在这样的市场中价差会逐渐缩小，合伙人对此充满自信。正因为如此，他们才反复尝试过很多次这种投资操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管墨西哥市场的惨败让全球投资者心有余悸，但长期资本管理基金显然没有受到任何影响，更大的成功正在前方向它招手。随着前期交易带来丰厚回报，1995年基金的表现再上一层楼。此时的意大利不再是欧洲的“问题儿童”，而是一跃成为欧洲设计之都。它没有法国沉重的历史羁绊，比德国更加富有创造性和活力。当其他交易员准备在这里寻求投资机会时，罗马的债券市场开始活跃起来，长期资本管理基金赢得了巨额回报。[21]

在意大利市场，特别是在利率型证券抵押交易的帮助下，1995年长期资本管理基金实现了惊人的59%的投资回报，扣除管理费后利润率仍高达43%。在这些收益中，有一半多来自于欧洲市场。在投入运营短短两年内，长期资本管理基金净赚了16亿美元，其中意大利市场的贡献约为6亿美元。这是有史以来赚钱速度最快、投资表现最令人吃惊的一只基金。投资者最初投入的1美元，即使扣除不菲的管理费也实现了71%的增长。而失去了梅里韦瑟的所罗门兄弟债券公司开始一蹶不振，1994年出现巨额亏损，有传言称这家公司很可能会破产出售。

让梅里韦瑟唯一感到苦恼的是长期资本管理基金并未出现足够的回报率变动。他曾警告投资者可能出现投资低谷，那时基金会出现相当的损失。但是启动基金两年来，他们只有一个月出现过1%以上的损失。对此，一位投资者曾好奇地问：“你说的低谷在哪里？”诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普曾担任长期资本管理基金的投资顾问，在他看来这只基金的回报表现出奇的稳健。他回忆道：“我们十分明确地问风险在哪里，斯科尔斯的回答是，‘我们的目标是保持和标准普尔500指数相同的风险水平（波动率），不过看起来达不到那么高。’”

有了这样辉煌的开场，长期资本管理基金从美林银行又轻松获得了10亿美元新的资金。春风得意的梅里韦瑟就差没在脑门上刻下“我骄傲”三个大字了。在写给投资者的信中，他表示公司合伙人增加到16个，员工人数达到96人，其中一半从事交易和投资策略研究。[22]此外，他还强调了公司的各种特色，如双语员工、博士分析员，以及复杂的“金融技术”。梅里韦瑟一生都在分析概率，长期资本管理基金可以说是他的事业巅峰——无异于一场规模宏大、配合得天衣无缝的市场投机交响曲。

加上新投资者投入的资金，在不到两年的时间里公司的股本已经增长了三倍，总额达到36亿美元。长期资本管理基金旗下的资产也在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

猛增，达到惊人的1020亿美元。因此，1995年年底公司把杠杆调整到28倍。实际上，这只基金总资产的回报率（包括其拥有和借贷的资产）远远低于前面提到的水平，大约仅有2.45个百分点。[23]如果不使用杠杆，仅靠自己的股本进行投资，长期资本管理基金的回报率就这么高。其实这个回报率还是有水分的，它未能反映公司衍生品交易的回报率。如前所述，这一部分交易在利润表中并未得到体现。可以说，衍生品才是让长期资本管理基金声名大噪的交易。（无论购买债券还是赌其价格走向，投资都有可能出现收益或损失。）显然，这些表外交易绝对会增加基金的投资风险。

如果把衍生品交易计算在内，长期资本管理基金的现金回报率大概还不到1%。[24]这个数值具体是多少并不重要，关键问题是这59%的惊人回报率几乎全部来自于杠杆的贡献。意识到这一点再来看夏普的问题：风险在哪里？——似乎不能回答得如此轻松了。现金投资者赌的是自己口袋里的钱，而长期资本管理基金根本不用预先准备好赌注，特别是衍生品交易，完全不需要提前备好资金。它只需根据交易变化每天和银行进行结算，支付或收取现金即可。无须投入营运资金，长期资本管理基金只要指定假设的股本比例就能投入交易。这种所谓的风险资本实际上相当于公司保存在保险库中以备不时之需的资本。对此，罗森菲尔德回忆称：

虽然不用向银行支付垫头，我们还是会通过风险管理会议计算要准备多少假设营运资金。我们会讨论每一笔交易，然后说：“假如真的碰上市场暴跌，我们该支付多少垫头？”

随着投资策略的日益多样化，长期资本管理基金的头寸变得越来越大。利用投资组合可以降低市场风险，这使得公司开始肆无忌惮地放大交易，锁定每一枚隐藏在市场中的“硬币”。毫无疑问，这一投资思想源自这样一种信念，即所有杠杆交易同时崩盘的可能性微乎其微，就好像保险公司坚信不可能所有客户都会同时报损索赔的道理一样。

没错，长期资本管理基金就是这样思考问题的，和金融风险保险公司并无二致。实际上，基金获得的丰厚“保费”源自对低流通高风险债券的大量买入。具体而言，这些“保费”，即基金从非流通国债、抵押利率型证券、意大利债券等各种投资产品中赚取价差。不过保险行业的问题在于，收取的保费能否实现盈利需要经过一段时间才能确定。比方说，地产保险公司和人寿保险公司在风调雨顺的平安年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份总是赚钱的。但是经过几个平安年份之后我们不得不思考：到底是保险公司会赚钱，还是纯粹因为运气好没碰上灾年？换句话说，是你收取的保费高？还是公司以低廉的价格承保了大量的海边高脚屋，却丝毫没想过有一天这里可能会发生海啸呢？如果说长期资本管理基金购买的每一份债券都是一张保单的话，那么保单的数量以及公司有朝一日面对的损失程度，都会因为杠杆增加的每一分钱而出现倍增。因此，合伙人应当扪心自问的是，究竟怎样疯狂地采用杠杆才能造就59%的惊人投资回报？如果有一天风暴出现，他们会面对多么巨大的损失？

[1] 指一副顺子中，唯独缺一张牌，如10、J、K、A、缺Q。——译者注

[2] 布莱克-斯科尔斯模型明确表示：“我们假设在股票市场和期权市场的理想状况下……股票价格会在持续时间内呈随机漫步。”

[3] 决定期权价格的其他因素早在布莱克-斯科尔斯模型出现前人们就已知了，其中包括期权周期、利率水平，以及标的证券当前的价格和期权执行价格之间的价差。

[4] 奇怪的是，法玛的余生都在致力于证明有效市场假设的合理性。他认为“黑色星期一”是市场对标的企业价值变化做出的理性调整。（如果是理性的，怎么会只出现单日暴跌？）反之，时任美国财政部部长的劳伦斯·萨默斯在股灾发生后对《华尔街日报》称：“有效市场假设是经济理论史上最重大的谬误。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章　你争我夺

这个小群体想把最前沿的金融理论和最出色的投资实践结合在一起。

——罗伯特·默顿

可能是随机出现的灾月和市场风暴季并未如约而至，长期资本管理基金不但实现了滚滚利润，而且经营得出奇顺利，简直像是在违反自然规律。它就像蓄势待发的击球手一样等待着市场危机的到来，但却一直没有机会出手。合伙人们日复一日、单复一单地重复着似乎稳赚不赔的交易。他们的自信心开始空前高涨，继续加大杠杆水平。截至1996年春，长期资本管理基金旗下的资产已达到1400亿美元，是标的资本的30倍。虽然99%的美国人都没听说过这个基金，但是其规模已达到最大共同基金富达麦哲伦的2.5倍，是第二大对冲基金的4倍。[1]梅里韦瑟、希利布兰德、哈贾尼这些人控制的资产已经超过雷曼兄弟银行和摩根士丹利银行，距离所罗门兄弟债券公司只有一步之遥。虽然公司只有几十位交易员，但这家刚成立两年的基金公司，规模甚至比华尔街一些百年老店还要大。就像武林高手拿到倚天剑一样，这群人开始横扫华尔街了。

不过长期资本管理基金在各大银行高管的眼中并不神秘。据说直到这家公司遭遇滑铁卢之后，华尔街的高管们才吃惊地发现长期资本管理基金拥有如此庞大的资产规模和这么高的杠杆。美林银行在新闻发布会上称："直到（1998年）9月21日，我们才搞清楚该基金的资产规模、交易头寸和杠杆水平。"[2]科曼斯基表示长期资本管理基金的透明度缺乏让自己长期被蒙在鼓里。华尔街很多投行的首席财务官都被该基金的杠杆率吓了一跳。[3]

严格地说此言非虚。科曼斯基和科尔辛对此可能并不知情，但他们下面的人肯定是了解情况的。长期资本管理基金每个季度都要向银行公布资产负债情况，每个月都要向投资者汇报这些信息。此外，公司还要向商品期货交易委员汇报业务数据。它的衍生品交易数据每年才汇报一次，这种频率根本不足以了解这只快速发展的基金的准确业务规模。尽管如此，从这些数据中依然可以看出（如果有人关注的话）他们正在酝酿更大的投资计划。长期资本管理基金自1995年年底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开始透露衍生品交易规模，其当年交易的证券总量达到6.5亿美元，这可不是个小数字。[4]商品期货交易委员的女发言人布鲁克斯利·博恩坦言：“我们并未发现任何重大交易风险，这些信息在市场中还是相当普及的。”[5]长期资本管理基金的外聘律师托马斯·贝尔对此总结得十分到位：“大家虽然看到了财务报表，但是没有人透过表面数字发现背后隐藏的秘密。”

实际上这只是冰山一角。长期资本管理基金措辞模糊的财务披露根本无法提供有意义的参考信息。除了董事会关于“利率互换”“政府证券”之类的概括性说明，谁也搞不清楚这家公司的具体资产有哪些。衍生品交易的披露信息更是模糊，甚至到了令人不知所云的程度。打个比方来说，就好像你去银行办理个人住房抵押贷款，却不肯说明房子究竟是在时代广场还是在偏远乡村一样。

以具体资产为例，比方说抵押证券或意大利债券，每家银行只知道自己和长期资本管理基金的交易量[1]。高盛银行并不清楚所罗门兄弟债券公司也在为它们的类似交易融资，J.P.摩根并不知道美林银行也在为该基金提供同等数额的贷款。从理论上说，每一家银行都不清楚长期资本管理基金的交易头寸究竟有多大。但是在实际操作中，银行要想搞清楚这些事实并不困难。毕竟，债券套利交易相对来说是个很小的市场。每一家银行都心知肚明，进行此类交易必须要求客户披露足够多的财务和经营信息。再说，如果长期资本管理基金无法提供令人满意的答复，它们完全可以拒绝与其合作。

问题是这些银行也在相互竞争，希望能揽得更多对冲基金业务。美国市场连续五年的大牛市使银行资金流动性变得极为充裕，华尔街的对冲基金交易可以有效利用银行盈余资金获取丰厚利润。为实现这一目标，各大银行推出了“信贷出租”业务，也就是，把银行雄厚的借贷能力出租给信贷水平不高的对冲基金。在提供这项服务时银行会收取一笔费用，但通常每100美元信贷额的服务费仅为几美分。作为华尔街规模最大的对冲基金，长期资本管理基金使用此服务每年向银行缴纳的服务费高达1亿~2亿美元，这可是所有银行都梦寐以求的香饽饽。[6]时任雷曼兄弟银行交易主管的约翰·苏科称：“就为了20个基点（1个百分点的20%）的利润，这些银行争得你死我活。”殊不知，这点蝇头小利与可能遭遇的资金风险相比简直不值一提。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为长期资本管理基金提供融资服务的银行多达55家。[7]在合伙人天花乱坠的鼓吹下，这些银行都觉得这家基金公司大有可为，争相提供比同行更低更优惠的贷款条件。总部位于巴塞尔，专营衍生品交易的瑞士银行债券业务主管安德鲁·西西利亚诺称：“为这家基金公司提供的贷款条件是LIBOR（伦敦银行间拆放款利率）外加50个基点，而一般情况下的贷款条件是LIBOR外加200个基点。”西西利亚诺一直担心长期资本管理基金占瑞士银行的便宜，因为这家公司总是把合作伙伴压榨到极致。

利用各大银行渴望获得服务费的心理，长期资本管理基金游刃有余地把它们玩弄于股掌之中，迫使它们开出对自己最有利的合作条件。虽然交易利润很薄，但长期资本管理基金的业务规模十分庞大，在和银行合作时合伙人会故意压低正常的服务利润，以保持自己的有利地位。尽管如此，这些银行仍幻想有一天会出现雨后彩虹，这家公司最终会给自己带来滚滚利润——就好像屡屡失望却又心存希望的父母，对恶习难改的孩子总是一味的纵容一样。在它们当中，美林银行和所罗门兄弟债券公司无疑是长期资本管理基金最大的“娇惯者”，至少在融资方面总是满足其无理要求。所罗门兄弟债券公司把这家基金公司视为最大的客户，特别是在欧洲资产互换方面。[8]但是鉴于这两家公司之间剪不断理还乱的历史纠缠，它们的合作还是保持着一定距离。

另一方面，美林银行也在不断地向长期资本管理基金示好。这只对冲基金当然乐意礼尚往来，只不过如何合作得自己说了算才行。梅里韦瑟很快就和美林银行董事会主席丹尼尔·塔利打得火热，两人经常带着夫人一起出席各种活动。梅里韦瑟甚至吸引塔利加入了沃特维尔高尔夫球俱乐部，这是他在爱尔兰凯利郡开发的私人球场。塔利的祖上也是爱尔兰人，他甚至兴高采烈地在草坪上签下了自己的大名——显然，此举快速巩固了双方已达成的合作伙伴关系。一时间，美林银行内部盛传长期资本管理基金已成为董事会主席的座上宾。塔利强调称：“不仅仅是我们的销售人员，整个美林银行都要全力支持这种合作关系。”[9]

梅里韦瑟没有忘记向科曼斯基和赫伯特·埃里森示好，这两人都是即将接替塔利的权重人物。善于搞关系的梅里韦瑟把美林银行这两位高管邀请到贝尔蒙特，参观自己的跑马场。梅里韦瑟通常会问一堆问题，然后让客人自己高谈阔论。埃里森发现梅里韦瑟十分细心，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

记住他们的所有谈话细节，甚至包括埃里森的夫人叫什么名字，就像每一笔交易一样记得清清楚楚。梅里韦瑟是个很好的聆听者，在基金投资这一需要高明手腕的行业中，他的言行举止让人颇有好感。埃里森心想：这是一个让人忍不住想要接近的人。[10]

说到长期资本管理基金对美林银行的软磨硬泡，高潮点要属每年一度在沃特维尔举办的为期三天的高尔夫球锦标赛。作为国际知名赛场，这里曾举办和吸引过不少大牌明星，其中还包括赫赫有名的老虎伍兹。两家公司各派12人参赛，美林银行高管甚至会驾驶私人飞机陪同长期资本管理基金的几位合伙人前往爱尔兰（实际上，双方的差旅费是各自承担的）。沃特维尔是个迷人的赛场，位于一片天然草坪之上，附近是古趣盎然的爱尔兰滨海小村。每年9月只对精英开放的这一赛事对美林银行来说是个大事件，他们会专门制作印有“沃特维尔国际杯”字样的衬衫，上面绘有绿、白、橘三种颜色的棋盘，象征爱尔兰国旗的颜色。赛间休息日，这群人白天去垂钓，晚上举行奢华的宴会，然后在舒适的乡间小屋休息。次日，早起的人可以驾舟在海上欣赏日出，享受片刻寂静沉谧的时光。

对梅里韦瑟来说，沃特维尔象征着已经远去的少年时代在弗罗斯莫尔当球童的时光。他是一位精力充沛的东道主，不但积极活跃地比赛和记录比分，还不忘在退场时让埃里森计分。作为一名差点为4杆的资深选手，梅里韦瑟带领的基金队每年都会赢得沃特维尔杯，让银行队不由地高度赞扬他们的竞赛精神。美林银行队非常佩服这群套利交易高手，他们打起球来就像进行交易一样热情投入。美林银行风险部主管丹尼尔·拿坡里打趣称：“要是有高尔夫博士学位，这帮人肯定也拿得到。”外币交易部主管斯蒂芬·贝洛蒂有一次开玩笑地问迈伦·斯科尔斯：“你说金钱和大脑，这两样你哪样拥有得更多？”斯科尔斯回敬道：“当然是大脑，不过也没差多少！”

随着业务关系的密切，长期资本管理基金开始要求美林银行提供更多融资了。负责管理银行关系的合伙人莱希会对银行说：“要想和我们交易，你们得提供更多信贷租赁服务。”就这样，美林银行逐渐加大了对该基金的信贷力度。1996年，美林银行为其提供了65亿美元的回购协议融资（几乎相当于美林的股本总额），此外还有比例高得多的衍生品交易贷款。但是除了在爱尔兰高尔夫球场欢度周末之外，美林银行并没有得到多少实质性回报。长期资本管理基金的合作条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实在太苛刻，就连代理行的正常盈利空间也被压缩得所剩无几。尽管代理行不停抱怨，但这家公司依旧我行我素。

通常，如果美林银行发现为高风险对冲基金提供的贷款超过正常水平，回购融资部会拒绝批准更多信贷。但是每次受邀去周末打球之后，销售员都会火急火燎地找到回购融资部，对他们说："我要去见迪克·莱希了，我可不想空手去，再给我批5亿美元的贷款怎么样？"如果对方还是拒绝，销售员会说："你最好赶快批，不然这笔生意就没得做了。"

美林银行的销售员之所以如此积极，是因为帮长期资本管理基金融资是为银行赢得交易业务的关键，增加交易可以让美林银行从该基金获得订单流。当然，美林银行并不知道它只能了解到每一笔交易的其中一面，由此获得的信息其实并不可靠。受此影响，银行融资部和销售部之间的关系变得越来越紧张，而形势对长期资本管理基金却越来越有利，因为美林银行的员工都知道这可是位跟大领导关系很铁的特别客户。于是，长期资本管理基金开始在银行上下各层建立人脉关系。他们首先撬动的是董事会主席塔利，这位前代理人为美林赢得长期资本管理基金大量业务而倍感自豪。就连精于算计的埃里森也被该基金的光环迷惑，催促手下赶快扩大合作关系。销售员邓利维回忆称："每个人都倾心于这群学者的智慧，他们就像肯尼迪智囊团一样闪烁着夺目的光辉。"

不过美林银行的高管最终还是感到不安了，这倒不是因为长期资本管理基金的高杠杆率，而是因为这么大的客户一年只为美林银行带来了2500万美元的收入，这和庞大的交易额相比简直是九牛一毛。融资部开始发难了，要知道美林银行的信贷额度可是一项宝贵的资源，既然不赚钱又何必浪费在如此吝啬的客户身上呢？

美林银行负责管理大客户业务（包括长期资本管理基金）的埃里森找到梅里韦瑟，在私下交谈中建议能否让美林银行在交易中多赚点利润——堂堂的投行居然这样低声下气地求客户，实在是有些讽刺。和其他跟该基金打交道的银行一样，埃里森一厢情愿地觉得，出现这种问题大概是因为基金合伙人没有从全局关注双方的合作关系，只是过度强调个别交易的损益分析而已。实际上，他对梅里韦瑟也是这样说的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梅里韦瑟的答复尽管充满同情，但长期资本管理基金并没有停止继续压榨美林银行的脚步。这家公司似乎非常任性，对外界的建议充耳不闻，哪怕会因此惹恼重要合作伙伴。有一次他们钻了贷款文件的空子，利用技术漏洞让美林银行承担了700万美元的损失。面对银行高管的严厉抗议，梅里韦瑟皱着眉头说：“这个情况我也不清楚啊”。但没有做任何让步。

后来这位高管称：“梅里韦瑟是个死心眼儿，他就是这样看待世界的，到处都是竞争，有人赚就得有人赔。”

令人恼怒的是，基金合伙人不但拒绝向美林银行透露业务信息，反过来还想染指其债券认购业务，这可是各大投行专门为最佳客户准备的上乘业务。更气人的是，长期资本管理基金试图让美林银行接受一份由斯科尔斯起草的不同寻常的担保书。这份担保书可以让基金合伙人轻松获得大量贷款进行套利交易，但是会使美林银行陷入极大的资金风险。美林银行拒绝了这一提议，至此这头华尔街公牛开始变得躁动不安了——美林银行从该基金收回了一部分信贷额度，但它依然是长期资本管理基金最大的贷款银行。

美林银行一直希望为长期资本管理基金做交易清算，但是被后者拒绝了，因为这项服务是由贝尔斯登银行提供的。梅里韦瑟在贝尔斯登有一位老友，名叫文森特·马通纳，两人在所罗门兄弟债券公司时是同事。清算代理行要执行很多重要职能，如财务记录、交易清算等。虽然这些服务利润不菲，但贝尔斯登答应为长期资本管理基金提供优惠合作条件，因为这家投行也希望从这位大客户手中多接一些业务。此外，贝尔斯登还借钱给该基金的六七位合伙人，资助他们利用基金进行个人投资。不过长期资本管理基金很快发现，贝尔斯登银行并不好摆布。

一方面，贝尔斯登银行不同意在无垫头的基础上为长期资本管理基金提供大量融资。投行经验丰富的贝尔斯登曾经拒绝过一位列支敦士登亲王，这位想做外币交易的亲王也提出无垫头融资的请求。现在，它压根儿没想过要为这只对冲基金放松规定。银行一位高管回忆称：“我们的决定非常明确，从不做没有初始保证金的融资业务。”此外，贝尔斯登担心为这家公司服务会为其银行资本带来很大风险。交易清算职能需要提供当日信贷，长期资本管理基金每天的交易数量多达数百次，这使得贝尔斯登变成了该基金的私家银行，一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面持有长期资本管理基金的大量资产，另一方面必须代表公司和世界各地的交易对手进行资金结算。

没有清算代理行长期资本管理基金就无法运作，至少不能灵活自如地快速经营。此外，主代理行有权在未经通知的情况下停止清算服务，而临时找新的清算代理行并不容易。因为这些原因，长期资本管理基金对贝尔斯登的依赖远高于其他银行。作为一家华尔街投资交易代理行，贝尔斯登拥有非常特殊的地位。银行董事长，年近80岁的艾伦·格林伯格看不惯J.P.摩根和美林的官僚作风，依然亲力亲为地坐镇交易厅，用生硬粗哑的嗓门大声回复电话。这位老先生一生勤俭，曾告诫员工不要浪费曲别针。格林伯格的合伙人詹姆斯·凯恩是贝尔斯登的首席执行官，在市场形势艰难的20世纪90年代，此人以大力推销纽约市政府债券而闻名，那时年轻的梅里韦瑟也在采用类似的投资策略。在格林伯格和凯恩的锐意进取下，贝尔斯登逐渐形成非正式、务实和高度关注自身利益的经营风格。这让长期资本管理基金感到很伤脑筋。

1994年长期资本管理基金启动经营时，在抵押债市场出现巨额亏损的对冲基金阿斯金资本管理公司就是由于无法满足贝尔斯登追加保证金的通知而轰然倒闭的。贝尔斯登掌握决定权的做法让长期资本管理基金一直耿耿于怀。1996年，基金合伙人再也按捺不住了，他们要改变这种现状。

长期资本管理基金希望贝尔斯登签约承诺，即使该基金遭遇严重困难时仍继续为其提供交易清算服务。贝尔斯登担心这样做会威胁到自身的安全，如果同意为空壳基金继续清算交易，一旦基金倒闭自己也会被拖下火坑。简而言之，长期资本管理基金和贝尔斯登银行都在担心对方是否会伤害到自己。

经过反复磋商，双方大致达成的共识是：贝尔斯登同意为长期资本管理基金提供清算服务，前提是必须在银行存放15亿美元的保证金。这个条件对长期资本管理基金来说虽然可以接受，但基金合伙人希望先解决一些问题之后再签字认可。大概是出于某种神秘的先见之明，他们迫切希望建立保护措施，以保证基金在市场出现危机时拥有保底资本进行操作。希利布兰德在阅读阿斯金的报告后意识到，如果长期资本管理基金出现危机，贝尔斯登可以强制清算公司资产，甚至可能出现跳楼价甩卖。此外，贝尔斯登还有可能泄露基金的交易头寸，从而引发一连串市场抛售。为此，希利布兰德必须明确贝尔斯登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对长期资本管理基金应付的违约责任，例如违反公司的保密规定该如何处罚。

在谈判中，希利布兰德一如既往地咄咄逼人，坚持不懈地要求贝尔斯登考虑自己的观点。贝尔斯登高级信贷主管迈克尔·阿利克斯认为这个人不但非常难缠，好像还有轻度的偏执狂症状，尽管他关注的一些问题不无道理。脾气随和的埃里克·罗森菲尔德也参加了这些谈判，他似乎能够站在贝尔斯登的角度看待问题，希利布兰德可做不到这一点。这些谈判沟通简直就像法庭审理案件，希利布兰德好像辩护律师一样永远振振有词。最终，经过压力重重的反复商议，双方仍无法签订任何协议。希利布兰德一心想要达成对基金最有利的清算协议，显然贝尔斯登并不容易就范。

未能和贝尔斯登达成协议，这件事一直困扰着长期资本管理基金，就连梅里韦瑟也不得不出面了。就在公司利用周末高尔夫活动和美林银行修补关系时，梅里韦瑟和几位合伙人开始定期跟凯恩及其同事马通纳聚在一起打牌，地点不是在格林尼治的办公室就是在凯恩位于公园大道的公寓中。风趣狡黠的罗森菲尔德经常逗得凯恩捧腹大笑，但是每次梅里韦瑟趁机问“对了，咱们那个清算协议怎么办”时，凯恩总是斩钉截铁地回答：“让我让步——没门！”

与此同时，长期资本管理基金也在和大通曼哈顿联系。他们似乎想要把华尔街所有投行一网打尽，这帮老练的合伙人意识到现在基金表现如日中天，正是趁机和银行套近乎的好时机。1994年基金成立时，大通曼哈顿曾拒绝对方的合作请求，当时主要是觉得这只新基金前途未卜。到1996年梅里韦瑟再次提出合作时，这家银行的态度就热情多了。梅里韦瑟在大通曼哈顿银行也有一位熟人，负责为华尔街客户提供贷款的全球信贷部主管戴维·普夫卢格。体型魁梧、身穿吊带裤，说话生硬的普夫卢格曾在莫泽尔事件中为梅里韦瑟提供建议，说服四面楚歌的所罗门兄弟债券公司安排一笔紧急信贷。这一次，普夫卢格同意为长期资本管理基金的利率互换业务提供融资，这项业务简单来说就是一方同意为另一方支付固定利率，以换取其随市场变化的浮动利率。此外，大通曼哈顿还大力支持该基金的收益率曲线交易，这是固定收益类交易中的一种常见业务。后来大通曼哈顿向长期资本管理基金投资了2000万美元，双方的合作关系得到了深化。

但是长期资本管理基金并不满足，它需要的是一位合作伙伴，当基金出现需要（或紧急状况）时能保证为其提供现金的银行。在合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人与美林、贝尔斯登和大通曼哈顿无休止的谈判中，他们想要寻找的是似乎能像所罗门兄弟债券公司那样坚定地为其提供支持的伙伴。普夫卢格非常同情基金的处境，设法通过一家大型银行财团为他们提供了5亿美元的循环贷款，这笔钱可以作为基金出现不时之需时的备用资金。这家银行财团对长期资本管理基金表现出了非同寻常的信任，竟然同意无须任何抵押即为其提供循环信贷。

拿到循环信贷之后，长期资本管理基金反而对大通曼哈顿变本加厉了。几位合伙人开始不停地向这家银行兜售服务担保协议。没错，就是他们之前向美林银行游说未果的同一份协议。担保书是一项买卖特权，兜售这一协议是因为合伙人希望在杠杆率已经很高的投资组合中再加一层个人杠杆。尽管全部身家都已经投入该基金，但是这些合伙人，特别是希利布兰德，仍然觉得赌得不够大。这群人似乎陷入了一个奇怪的盲点，一方面寸步不让地要求银行签订清算服务协议以保障基金应对未来风险；另一方面在个人投资中却丝毫没考虑过出现失败的可能性。

担保协议无疑会使大通曼哈顿陷入巨大的风险。根据斯科尔斯的计划，基金合伙人每年向银行支付1500万美元（具体数额视利率变化调整）的服务费，要不要反正就这么多。作为回报，大通曼哈顿必须向合伙人提供担保，为该基金中的2亿美元投资支付所有收益，无论数额多少。为了这点蝇头小利，如果基金表现继续飙升，大通曼哈顿就很可能陷入巨大的债务危机。从理论上说，大通曼哈顿可以通过买入部分基金的方式来对冲自身风险。如果基金价值出现增长，大通曼哈顿的投资便也会盈利。

但是如果基金表现下滑怎么办？根据默顿和斯科尔斯设计的期权理论，如果基金价值出现亏损，大通曼哈顿并不需要对冲风险。换句话说，如果长期资本管理基金出现下滑，大通曼哈顿只要仿效基金卖出相关资产即可。

不过真要做到这一点很困难，因为长期资本管理基金的资产始终秘不示人，而且公司合伙人拒绝透露任何相关信息。他们的傲慢态度让普夫卢格感到非常吃惊，因为这样做无异于让大通曼哈顿独自承担全部交易风险，与此同时却不肯透露具体风险有哪些。普夫卢格心想：“这让我们怎么对冲风险？”对此，大通曼哈顿对冲基金业务主管也表示高度怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于担保协议一事，长期资本管理基金尽管到处碰壁却毫不放弃。要知道，这可是有效的避税手段，对希利布兰德尤其具有吸引力，合伙人可以把担保带来的利润作为特别收益，将其推迟到担保期结束后再要求兑现，这样就可以避免支付高昂的税金。这个精明的主意是斯科尔斯想出来的，简单地说就是让美国政府掏钱保障基金合伙人的收益。

长期资本管理基金开始四处向银行推销这份协议，梅里韦瑟甚至带着它去见大通曼哈顿首席执行官沃尔特·希普利。最后，希利布兰德决定派斯科尔斯去这家银行给高管们讲讲期权定价理论，但是精明的普夫卢格根本没打算跟这位大名鼎鼎的公式创始人见面。他回忆道："你别想用公式里那些希腊字母忽悠人，我才不管什么、或，我只看到了这帮人的傲慢自大。"

普夫卢格所说的傲慢究竟是指什么呢？事实上这群合伙人在待人接物方面并不倨傲，说话方式也很随和，他们的傲慢是一种根植于内心的感觉，具体来说是指哈佛大学或麻省理工学院的学者的特质——一种深信自己比常人聪明的感受。在所罗门兄弟债券公司时，格雷戈里·霍金斯有一次问同事："你知道我们为什么能赚这么多钱吗？很简单，因为我们更聪明。"还有一次，霍金斯对一位同事的妻子大谈特谈分子生物学，最后，多年以此为专业的这位女士冷冷地反驳道："一派胡言！"

1996年，长期资本管理基金的员工数量已经突破100人，合伙人积累了大量财富。他们应得的25%的外部投资者利润（即投资管理费）全都推迟兑现，这笔钱留在基金中继续投资，一方面是为了避税，另一方面也加速了利润滚动。截至经营第三年年末时，合伙人在基金中共同所有的股本已达到14亿美元，是个人初始投资额1.5亿美元的9倍。短短3年就积累如此巨额的财富简直令人难以置信，更加难以置信的是这些利润全都来自于债券价差交易。胆大包天的疯狂赌局和铤而走险的加倍杠杆让这伙人一夜之间就成功跻身世界超级富豪的行列。企业投资者往往通过不断减持股份的方式来对冲风险，但梅里韦瑟、希利布兰德和罗森菲尔德等人不同，他们把赚来的每一分钱都投进基金继续豪赌。需要生活开支时，这帮人就从市场上兑现些许股份，基金俨然成了他们的私人提款机。

如果用华尔街富豪的标准来衡量，该基金的大部分合伙人算不上挥霍浪费，他们也不喜欢到处摆阔。他们经常取笑毫无节制的霍金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯，此人在装修萨拉托加的乡下豪宅时（他在附近有一个纯种马马厩），甚至派飞机去接送装修师。霍金斯曾建议合伙人购买公司商用飞机，但没人理睬他。不过这帮人各有各的癖好。除了爱好养马，梅里韦瑟还是（除沃特维尔之外）三家高级高尔夫俱乐部的会员，这三家俱乐部分别是纽约州的温吉德福特（Winged Foot）和辛纳考克（Shinnecock），以及加州的柏树岭（Cypress Point）。[11]他还喜欢豪车，拥有一辆法拉利特斯塔罗萨。居住在威斯切斯特水畔豪宅的罗森菲尔德喜欢收藏名酒，他不但对各种名酒如数家珍，而且窖藏有一万多瓶直接从法国空运回来的葡萄酒。似乎是为了助兴，这位说话不紧不慢的教授每次聚会都会带上一瓶珍藏的法国伏旧园或其他精选勃艮第葡萄酒。对希利布兰德来说，钱财意味着避世索居。他花费210万美元，在格林尼治一处林木茂盛的地方购买了15公顷的土地，然后斥资400万美元修建了数百平方米的奢华大宅。[12]不过这点任性行为只花费了他们银行账户里的资金的零头。追逐金钱虽然是这群人生活中的主要目标，但大多数情况下他们的生活方式并不令人侧目。可以说，金钱对他们来说不过是数字，就像高尔夫球赛中的记分卡，它能证明这些人高超的投资交易能力。对默顿和斯科尔斯而言，金钱似乎可以从世俗的角度证明其学术理论的成功。

在合伙人内部，关于基金份额的明争暗夺从未停止。和在所罗门兄弟债券公司时一样，收入回报自然成了发泄内部压力的目标。格林尼治总部的工作气氛看似平和，但实际上隐藏着重重危机，这些危机随时都会因为控制权、股份或是大额投资等问题爆发出来。性格急躁的斯科尔斯迫切希望提升在管理层中的地位，因而经常与马林斯发生争执，彼此都觉得自己的学术观点比对方高明。性格随和的南方人霍金斯对行事隐秘、大权独握的希利布兰德非常不满。就连负责公司日常管理的罗森菲尔德也时常招致梅里韦瑟的微词，这位掌门人经常抱怨称：“罗森菲尔德得赚钱回来才行啊”，就好像罗森菲尔德管理得还不够似的。

显然对这些套利投资者来说，凡是跟投资回报没有直接关系的贡献一律毫无价值，只有经营利润才是王道。或许正是因为这一点，他们才如此迫切地希望在满足自身需求之外最大限度地实现个人净资产的增长。因此，他们孜孜不倦地想要实现斯科尔斯提出的担保方案，因为这样可以有效放大个人资产的投资收益。可以说，投资担保计划已经成了这帮人心中挥之不去的念头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就在基金合伙人对美林、贝尔斯登和大通曼哈顿软磨硬泡时，瑞士联合银行成了他们推销担保协议的新目标。这事儿说起来挺奇怪，因为瑞联银已经冷落该基金两回了。1994年基金成立时，瑞联银拒绝投资。后来梅里韦瑟和哈贾尼再次登门拜访，希望和这家银行进行债券和互换交易，担心此类交易杠杆过高的瑞联银再次拒绝了长期资本管理基金。

不过长期资本管理基金并没有放弃这家总部位于苏黎世的银行，再说他们在瑞联银还有一个“内应”，来自纽约布鲁克林区、曾在所罗门兄弟债券公司做过同事的罗恩·坦纳鲍姆。棱角分明但性格和善的坦纳鲍姆比希利布兰德晚一年进入所罗门兄弟债券公司，他后来被调到东京，担任套利业务组在当地的推广代理；再后来他被派往伦敦工作，在那里曾多次和梅里韦瑟打过交道。一开始，坦纳鲍姆对梅里韦瑟及其交易员只是十分敬畏，经过几年接触之后他逐渐成为这个小圈子的好友和坚定的支持者。

坦纳鲍姆在瑞联银负责管理对冲基金，他不断催促老板给这些人一次机会。与此同时，瑞联银也在经历令人不安的变化。作为瑞士第一银行，瑞联银长期以来一直是瑞士传统银行服务的缩影。这家充满瑞士文化气息的银行总是从部队而不是麻省理工学院这样的地方招聘员工，银行会为每位副总提供一项特别选择——经过打磨的红木、胡桃木或松木，用来给办公室铺地板。[13]如今，这家银行惊恐地发现国际金融界早已摒弃了他们那种悠闲的欧洲经营风格。当它意识到行动更快、更为现代化的竞争对手瑞士银行开始交易金融衍生品时，瑞联银顿时感到自己严重落伍了。于是在20世纪90年代中期瑞联银开始反击，聘用了一大批投资风格激进的交易员。首席执行官马西斯·卡比亚拉维塔——这位一向温文尔雅的银行业巨子决定放手一搏，让这些交易员帮助瑞联银重返行业领先地位。在瑞联银迫切求变的背景下，1995年9月坦纳鲍姆说服董事会接纳长期资本管理基金作为交易伙伴。此外，瑞联银还从美林银行挖走了马来西亚交易员林忠仁，指令他大力开展衍生品交易业务。就这样，长期资本管理基金终于在1996年在欧洲之巅瑞士站稳了脚跟。

几乎一夜之间，这只对冲基金成了瑞联银最大的客户，合作第一年就为银行带来了1500万美元的收益。[14]但是长期资本管理基金的合作风格是一如既往地压低对方的利润空间。瑞联银的利润率通常只有0.5个百分点。有一次交易日本证券时，长期资本管理基金甚至把利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率降低到了21.5个基点，还不到1个百分点的四分之一。瑞联银证券衍生品交易部主管拉米·戈尔茨坦知道后简直暴跳如雷，他向坦纳鲍姆抗议道：“这叫什么客户？分明是竞争对手！”戈尔茨坦曾在以色列伞兵部队服役，后来拿到了耶鲁大学博士学位，这位满头银发的主管最后大喊：“我再也不想和这家基金公司打交道了！”

抱怨归抱怨，实际上双方的合作才刚刚进入开始阶段。随着交易管控的放开，瑞联银的投资活动变得越来越大胆。在这些活动中，领袖气质十足的戈尔茨坦恰恰是急先锋，他就像牛仔一样渴望冒险，积极推动银行参与各种风险极高的股票期权交易。与此同时，坦纳鲍姆开始考虑如何提升长期资本管理基金的合作地位，使其可以参与银行的高收益产品业务。于是，瑞联银开始帮助基金处理税务方面的提议，使坦纳鲍姆有机会和所罗门兄弟债券公司的昔日好友迈伦·斯科尔斯再度相逢。

看到长期资本管理基金的丰厚投资回报，瑞联银实在后悔当初拒绝对其进行投资。固定收入、货币和衍生品交易部主管汉斯彼得·鲍尔正是当年拒绝投资该基金的当事人，他懊恼地说：“这真是我们犯过的最大错误。”现在，长期资本管理基金已经不再接受新的投资，这意味着瑞联银不可能再成为其投资人。尽管财大气粗的瑞士人承诺支付10%的溢价，现有投资者也没有愿意退出的。1996年7月，得知坦纳鲍姆和这帮基金合伙人关系密切后，鲍尔不由得心动，希望这位业务员能动用老友关系说服他们接受瑞联银的投资。

此时的长期资本管理基金对瑞联银非常感兴趣，他们决定对这位热心的业务员投桃报李。最后，基金一改不再接受新投资的立场，为坦纳鲍姆个人提供了一定数量的基金份额，但是瑞联银方面禁止员工接受这样的馈赠。当时，长期资本管理基金准备另外成立一只小基金，名为LTCM-X，专注于高风险交易和拉丁美洲市场。在格林尼治总部备受排挤的斯科尔斯认为这是个摆脱希利布兰德控制的好机会，这个目中无人的家伙已经让他越来越受不了了。带着创立新基金的想法，公司吸引了新的合伙人罗伯托·门多萨，此人毕业于哈佛大学，是J.P.摩根银行董事会副主席，其父是古巴驻英国前任大使。怀抱着这些目的，斯科尔斯为坦纳鲍姆描绘了一幅为新基金工作的美好蓝图。实际上，此举不过是利用瑞联银为长期资本管理基金提供好处罢了。10月，斯科尔斯终于亮出底牌，告诉坦纳鲍姆瑞联银可以大笔投资长期资本管理基金，条件是同意为其合伙人签署担保协议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当年秋季，瑞联银董事长卡比亚拉维塔和戈尔茨坦到格林尼治拜访了长期资本管理基金的合伙人。现在，曾经热切希望和这家公司建立合作关系的瑞联银开始担心坦纳鲍姆是不是和这帮人走得太近了。他们询问道：“我们真搞不清楚坦纳鲍姆到底是我们的人还是你们的人。”梅里韦瑟的回答打消了来访者的顾虑：“坦纳鲍姆是瑞联银的好员工。”

这群合伙人对待到访的瑞联银董事长，亲切得就像失散多年的兄弟。几乎所有合伙人都参加了见面会，除了在哈佛大学上课的默顿，以及专程从伦敦赶来、碰巧遇到紧急事务在办公室忙碌的哈贾尼。当卡比亚拉维塔问到关于欧洲货币一体化的前景时，梅里韦瑟和马林斯的看法给瑞士客人留下了深刻印象。要知道在这么多基金公司中，唯有这一家能请到在任的美国央行行长。整个会谈期间，双方并未提及担保协议问题，不过坦纳鲍姆整个11月都在为上司起草协议方案。当然，其中的要点还是布莱克-斯科尔斯模型鼓吹的那一套。尽管期权定价公式的决定要素是波动性，但长期资本管理基金的表现却异乎寻常地稳定。实际上，1996年是基金表现最为稳定的一年，以至于采用布莱克-斯科尔斯模型的交易员愿意以一定的溢价对该基金开出买方期权。富于冒险精神的斯科尔斯更为看好长期资本管理基金，甚至开出了溢价更高的买方期权。换句话说，在假设该基金表现继续稳定的前提下，瑞士联合银行可以即刻预定2500万美元的利润。戈尔茨坦听闻之后大惊失色，大声向坦纳鲍姆抗议道：“我们损失起来比这个几倍还要多！”这笔交易准确击中了布莱克-斯科尔斯模型的痛处，即假设市场变动是恒定值。万一长期资本管理基金在七年的担保期内出现任何大规模波动，瑞联银就将面临巨额资金损失。

坦纳鲍姆写了一份声情并茂的销售报告，他提到的担保协议的好处基本上都是间接性的，指出瑞联银可以成为长期资本管理基金的合作伙伴，可以了解其交易规模和内幕等。他写道：“长期资本管理基金的负责人能帮助瑞联银加速在投资组合管理、风险管理，以及动态资本分配等方面的学习过程。”如果说在华尔街有谁真的相信这一套，恐怕除了坦纳鲍姆再也没有别人了。那时的坦纳鲍姆一直希望有机会能加入基金合伙人这个小圈子，他时常饶有兴致地回忆和希利布兰德共事的场景，认为他是“这一行里最最聪明的人”。不过坦纳鲍姆只是一个销售员，并无批准重大交易的权限。销售员总是和客户走得很近，但真正的决策权却掌握在上级主管手中。到了年底，虽然双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方仍未签署任何协议，但斯科尔斯的计划还是在瑞联银高级交易员和主管之间举行了一次听证会。

1996年，长期资本管理基金实现了57%的利润率（扣除管理费后为41%），主要利润来自于日本可转换债券、垃圾债券、利率互换，以及意大利债券等产品的杠杆价差交易。此外，由于法国债券比德国债券走强（这种情况有点奇怪，法国出现了比德国更低的通胀风险），基金合伙人再次成功出手，赌德国债券价格会出现相对回归。1996年基金的总利润高达21亿美元，[15]这一小拨大众并不熟悉的交易员、分析师和研究员在如此深奥难懂的行业中创造的利润，甚至比当年麦当劳在全球卖出的所有汉堡加起来还要高。这一利润超过了美林银行、迪士尼、施乐、运通、西尔斯、耐克、朗讯和吉列等美国最赚钱的公司和品牌。

更令人吃惊的是，该基金的交易表现极少出现波动。在1996年的交易中，长期资本管理基金任何一个月都没有出现过1%以上的损失。[16]在希利布兰德、哈贾尼和霍金斯看来，这一结果充分证明多样化投资可以规避市场风险。基金的多样化交易犹如交响乐般配合得天衣无缝，就好像默顿所说的掷骰子或出牌一样独立和随机。[17]在谈到有效市场理论时，所有交易员都深信不疑，称：“我们的交易风险始终都在控制范围内，这说明多样化投资确实可以规避风险。”

似乎只有梅里韦瑟这位经历过大风大浪的掌门人才比其他人更为细心谨慎。在年底的伦敦午宴上，梅里韦瑟以前在所罗门兄弟债券公司的老下属科斯塔斯·卡普兰尼斯，脱帽为长期资本管理基金三年来的辉煌表现致敬，但梅里韦瑟并没有接受。他谦虚地说这只基金至少需要六年的检验才能证明投资模型是否可靠。或许是他感觉到合伙人的运气实在太好了，就像保险公司难得遇到了连年的风调雨顺。仿佛是为了做好迎接困难的准备，长期资本管理基金要求投资者（现在已经有100位投资人）同意错开投资兑现日期，以后再从基金中提取利润。不同意的投资者可以选择带着现有利润退出（没有人这样做）。这一建议是为了防止所有投资者同时退出资金，从而为长期资本管理基金提供保护。

实际上，现在各大投行和对冲基金都在拼命投钱做套利交易，这一点正是让梅里韦瑟感到担心的原因。他很清楚，这些新资金会为价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

差变化带来更大压力，而价差变化无疑是长期资本管理基金实现利润的根本。面对这种形势，未来寻找新投资机会将会变得更加困难。

在年底的致投资者信中，梅里韦瑟的语调依然谨慎。他写道："得益于一系列重要投资策略，长期资本管理基金今年的表现超过了预期水平。截至目前，基金1996年的净利润已大幅超过公司年初所给的预计数字。"

不过这可不是什么好兆头。由于基金当前交易的价差水平已经大幅缩小，因此此类交易未来的盈利空间正变得非常有限。另一方面，基金寻找新交易策略的步伐明显落后于其资金增长速度。有鉴于此，梅里韦瑟谨慎地指出基金未来的盈利能力很可能会大幅跌落。他表示："根据我们目前的粗略预判，1997年的投资净回报率有可能大幅低于1996年的水平。具体表现估计会显著高于或低于我们的预期，甚至可能会出现投资损失。"[18]

[1] 原文为exposure。原意为风险敞口，此处应指银行借贷给长期资本管理基金的资金规模。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章　诺贝尔奖

尽管号称具备科学性，经济学与其说是科学不如说是艺术。

——罗伯特·库特纳

无论长期资本管理基金是否愿意承认，债券套利交易如今都不再是市场机密了。截至20世纪90年代末，华尔街几乎所有的投行都或多或少地参与其中。这些投行大多设有单独的套利部门，交易员不遗余力地在市场的每一个角落仔细搜索投资机会。或许是长期资本管理基金的盈利表现令人眼红，如今各大投行全都蹲在市场中“捡硬币”。显然，这种一窝蜂的行为严重削弱了债券套利市场的价差水平，使成功交易变得非常困难。长期资本管理基金一直都是其他公司效仿的目标，在经历巨大成功之后，现在效仿者的数量比以前更多了。只要价差在市场中一出现，马上就会有竞争对手的交易员蜂拥而至。罗森菲尔德抱怨称：“人人都在抢生意，我们发现一笔交易，还没准备好进入市场，机会就被别人抢走了。”[1]

梅里韦瑟一如既往地鼓励公司开发新的投资领域。即使在所罗门兄弟债券公司时，这帮人也总是敢于尝试新事物。正是他们从互换价差业务发展到抵押担保证券业务，然后又从垃圾债券发展到欧债业务。不过回顾当年，这些努力只是小试牛刀，算不上锐意进取。尽管如此，合伙人的这些经验至少说明，向陌生业务领域复制成功没有传说中的那么危险。带着对市场模型的满满自信，他们决定向未知领域出发了。

1997年，关于成立高风险子基金LTCM-X公司的计划逐渐没人提了，J.P.摩根银行高管门多萨拒绝接受长期资本管理基金成为其合作伙伴。于是，合伙人开始琢磨如何扩大母基金规模，甚至想到了超越主板市场。在长期资本管理基金看来，证券交易行业的问题是它的门槛太低，任何人都可以进来买债券或是模仿别人去投资。显然他们低调隐秘的风格并不适合市场民主化的大潮。这群合伙人更热衷于在金融市场中进行流动性较低、更为长久的投资交易，远离那些令人讨厌的效仿者。

默顿开始寻找机会和意大利国民劳动银行建立合资公司，这家银行拥有大规模资金管理业务，可以向个人投资者销售共同基金。他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想法是结合这家银行的机构影响力和长期资本管理基金的学术背景，提供一款普通大众可以投资的产品。默顿这位坚信有效市场理论的学者，希望为意大利人民推广“优化投资组合”的理念。长期资本管理基金派意大利业务代表乔凡尼对此事进行协调沟通，另外派杰诺蒂前往罗马和这家银行商讨具体合作细节。与此同时，J.P.摩根银行开始敦促长期资本管理基金进一步实现多样化。银行高管认为这只基金应当实现人才“杠杆效应”，把这群学者的智慧和投资方法应用到对冲基金之外的业务领域。或许是受此影响，基金合伙人开始悄悄寻找机会开发保险业务。

随着各项新事业的缓慢进展，如何处理庞大的资产已成为长期资本管理基金迫切需要解决的问题。截至1997年，该基金的股本已超过50亿美元。要想续写辉煌的投资神话，这些资本必须得到妥善投资，但问题是公司还没有找到新的投资机会。在一次投资尝试中，长期资本管理基金的莽撞冒失搞砸了商业抵押担保证券市场。这个市场与利率型证券市场和本金型证券市场完全不同，用来做抵押担保的不是普通住宅。在这场交易中长期资本管理基金的投资胃口之大令人咋舌，几乎一夜之间就改变了整个商业抵押市场，把每年300亿美元新证券发行量激增到了600亿美元。希利布兰德其实对商用地产市场毫无经验，只是凭借感觉预测这里有投资机会。某抵押贷款银行主管回忆称：“他们可以以很低的风险赚到价差，虽然价差很小，但长期资本管理基金有雄厚的杠杆水平。”这一招显然是基金的标准投资手段，如今合伙人决定在每一个市场都故技重施了。

其实商业抵押市场不过是个小目标，真正的大头是股权市场，即股票交易市场。这是一个公开市场，因为长期资本管理基金大多数交易员都依赖数学模型，自然会忽略股权交易市场。尽管债券价格在很大程度上可以利用数学模型加以确定，但评估股票价格无疑要主观得多。虽然华尔街（以及学术界）曾开发过不少预测股票市场价格的公式，但无论多么深奥或严密，这些公式没有一个能够有效发挥作用。短期来看，股票价格似乎取决于交易者喜怒无常的投资情绪。长期来看，它们会随着企业表现上下波动，而决定企业表现的因素有很多，缺乏确定性，从而导致很难做出有效预测。这项工作不仅需要数学分析，更需要人工完成计算机无法完成的判断。经济学家伯顿·马尔基尔曾不无感慨地说：“就连全能的上帝也无法确定一只股票的市盈率是多少。”[2]但长期资本管理基金认为自己知道，或者说它大胆地认为其数学模型也可以在股票市场得到成功应用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哈贾尼一直都在研究股权，特别是欧洲股权市场。他认为这个领域已经适合利用数学模型进行定量分析，更重要的是这样做可以摆脱具体股票分析的无尽细节问题。罗森菲尔德早在所罗门兄弟债券公司时就考虑过股权套利交易。此类交易的诱人之处在于，（他认为）股权套利交易和债券套利交易毫无关联。作为默顿理论的忠实追随者，罗森菲尔德希望看到投资事件呈随机性分布。因此，股票之间的价差很难想象会出现抵押证券之间或欧债之间的价差水平。[3]股权交易似乎是一个完全独立的新天地。准确地说，这种投资绝不是现有业务的延伸，而是极其冒险的激进式实验。

哈贾尼的研究关注的是所谓的“成对股票”。在欧洲，很多股票都是以两种身份成对上市的，比方说大众汽车会同时发行普通股和优先股，后者比前者拥有优先投票权。宝马汽车发行的股票也是如此。此外，哈贾尼还关注那些拥有相关（但是不同）资产的股票组合，例如意大利电信、意大利电话公司及其下属公司意大利移动电信的股票，或是路易·威登和迪奥的股票。出于各种原因，在这种成对股票中一只经常会以另一只的折扣价格进行交易。这样一来，哈贾尼就找到了套利交易的机会。毕业于麻省理工学院的经济学家戴维·莫迪斯特是设计股权交易模型的人，但真正主导交易的却是哈贾尼。一位内部人士透露：“莫迪斯特不过是按哈贾尼的要求行事，哈贾尼说要做空这只股票，莫迪斯特就会马上去想办法。”

这种成对股票的交易并非完美的套利交易，因为每一笔交易的两侧（做多和做空）并不严格对等。大众汽车的优先股价格相当于普通股价格外加一定的溢价，这种情况在德国和整个欧洲都很普遍，因为这里的企业管理层不像美国企业那样对待所有股东一视同仁，而是觉得优先股股东的权益优先于普通股股东。至于多高的溢价才算合理谁也说不清楚，不过就大众汽车来说，40%的溢价看起来似乎过高了。但如果这种价差持续存在或是扩大，按照投资模型操作就肯定会出现重大损失。面对这种不确定性，大多数投资者会把此类交易的头寸限制在中等规模。不过对资金充裕的长期资本管理基金来说，这种风险根本不是问题，就像经常在酒店摆阔根本不用人家找钱的土豪一样，这家公司早已不知节制为何物了。

哈贾尼和莫迪斯特共找到15笔成对股票的交易机会，随后他在这些交易中砸下了惊人的赌注。哈贾尼最为看好的是荷兰皇家/壳牌石油的股票交易，这是一家英国和荷兰合资成立的石油巨头公司。荷兰皇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家/壳牌石油公司由两家上市企业所有，分别是荷兰皇家石油公司和英国壳牌运输公司。虽然这两家企业拥有相同的收入来源（即荷兰皇家/壳牌石油公司的股息），但一直以来英国股东的股价都比荷兰股东低8%左右。这两只股票拥有不同的投资人群，相比之下荷兰股票的流动性更好一些，不过这一点并不足以证明价差存在的合理性。随着欧洲大陆即将实现经济一体化，哈贾尼认为国别差异将会日益缩小，导致两只股票之间的价差逐渐收拢。这在当时是非常普遍的观点。

哈贾尼的交易头寸十分惊人，长期资本管理基金共投入23亿美元，一半做多壳牌公司，另一半做空荷兰皇家石油。这是一场风险极高的豪赌，因为他们并不能保证股票价差一定会缩小。在实际操作中，规模这么大的交易根本不具备流动性。

和很多人的想法不同，市场缺乏流动性并不是问题，问题在于投资者被迫在这样的市场中快速卖出股票，这种情况才可怕。杠杆率过高的长期资本管理基金面对的就是这种情况。我们知道，采用杠杆方式的投资者一旦出现损失会以惊人的速度加剧亏损。而哈贾尼对于这一风险完全忽略，只是大举借贷资金进行交易。此时的他承受着很大的压力，一方面父亲病重（当年晚些时候去世）；另一方面债券套利业务的盈利前景堪忧。不过这些情况似乎不能说明大举负债投资荷兰皇家/壳牌石油公司的原因，实际上，哈贾尼这样做完全是出于对自己的狂妄自信。华尔街某投行一位高管称：“这笔交易规模之大简直可以用疯狂来形容。”当时高盛银行也在做相同的交易，他们认为这是个不错的投资机会，但不同的是长期资本管理基金的交易规模是高盛的10倍。

在大西洋彼岸的美国，希利布兰德也在忙着做股权交易。早在1995年，长期资本管理基金就开始涉足兼并套利业务，这种业务也称为“风险套利”，赌的是已宣布的企业收购活动会最终实现。例如，1995年西屋电气同意收购CBS电视广播网时，CBS的股价上涨20%，达到每股78美元。即便如此，这一价格仍低于每股82美元的收购价格。换句话说，凡是在收购案宣布之后买入CBS股票的投资者都会拿到每股4美元的利润——只要收购案能顺利通过。如果失败，CBS股价有可能会跌回原来的水平，实际上企业兼并收购的情况经常会出现失败，因此这种风险是存在的。

由于可能造成收购失败的事件和因素有很多，兼并业务套利者必须成为百事通，熟悉涉及交易的企业、相关行业、财务状况、反托拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯法和各种管理规定，以及交易市场的大体情况。因为涉及不同领域的专业经验，所以这项业务需要组织专门的工作小组。小组中的成员需精挑细选，他们要能在屈指可数的兼并业务中选出成功概率最大的并购交易。但是长期资本管理基金的操作方法与此完全不同，这群学者对股票市场毫无经验，他们假设股票价格的未来走向是随机分布的，因此根本不必费力去挑选什么绩优股。他们只不过是简单地买入股票组合，或是投资那些看起来安全的所有兼并交易股。

基金合伙人曾争论过是否聘请专业的风险套利业务员，最终却不了了之。与此同时，希利布兰德一次次地买入兼并交易股。高度自信的他总是进行大规模交易，毫不理会其他合伙人的忧虑和不满。斯科尔斯和默顿认为如此大规模的兼并套利交易风险极高，因为长期资本管理基金显然不具备这个领域的专业经验。虽然梅里韦瑟和这群交易员对债券套利了如指掌，但是在兼并套利方面他们并无优势。实际上，这一优势恰恰掌握在他们的竞争对手手中。

在长期资本管理基金内部，关于兼并套利业务的争论非常激烈。梅里韦瑟对待这些争论就像开学术研讨会，对任何观点都毫不压制。这种做法从某种程度上来说显然是错误的，因为他从未明确表明过自己的态度。面对长期友好的合伙人关系，他不愿对希利布兰德和哈贾尼与其他成员的争论进行干预。梅里韦瑟的个人性格为投资组合带来了沉重的负担，这是风险管理者的一个大忌。

埃里克·罗森菲尔德称：“这种交易让合伙人关系变得前所未有地紧张。很多人并不看好风险套利业务，因为这种交易对各种信息非常敏感，而我们并不擅长处理此类交易。”[4]

实际上，如果人缘好的罗森菲尔德反对兼并套利业务，长期资本管理基金就很可能根本不会涉足这个领域。（梅里韦瑟对罗森菲尔德尤其言听计从，若不征求他的意见则很少会独自做决定。）但是罗森菲尔德也倾向于希利布兰德和哈贾尼的观点，就这样，大伙儿最终还是一致同意开展兼并套利交易。

这个市场毕竟很小，兼并套利业务老手们很快发现出现了市场新秀，这位新秀不但都是大手笔投资，而且对待交易个案还毫无差别——用罗森菲尔德的话说就是“对信息毫不敏感”。以这样的头寸进行交易，长期资本管理基金等于对所有兼并交易股下等额赌注，把价差水平压缩到毫无利润可言。和以往一样，他们只想赚微小的价差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然后通过杠杆放大收益。很快，投资者再一次被长期资本管理基金的胆大妄为和横扫华尔街的气势所折服。即使在精明的投资老手多年从事的领域，他们也能一夜之间改写游戏规则。毫不夸张地说，这家公司简直就像金融枭雄一样——每到一个市场便占山为王。

有一天晚上，希利布兰德、梅里韦瑟和马林斯与著名风险套利人丹尼尔·蒂施一起吃饭。蒂施是投资家拉里·蒂施之子，他对长期资本管理基金完全利用数学模型进行投资的方式很感兴趣。实际上，希利布兰德对所有金融问题的解释都是从价差角度进行分析的。风险套利业务的价差大概是4~10个百分点，比债券价差高得多。蒂施称："我们的业务比他们的利润更高，他们的债券交易只能赚几个基点的价差。唯一的问题是，政府债券判断错误价差最多变化0.5个百分点；如果风险套利业务判断错误，你就会损失一半的交易头寸。"简而言之，风险套利业务的价差之所以比债券套利业务的价差高得多，是因为它亏损起来数额非常巨大。晚餐结束离开时，蒂施感觉长期资本管理基金根本不清楚自己在做什么。既没经验又敢大举采用杠杆交易，这不是要玩火自焚的节奏吗？长期资本管理基金在谢克海茨的投资者特伦斯·沙利文通过小道消息得知合伙人投资风险套利业务时非常震惊，认为这只基金已经迷失了方向。

除了CBS并购案，长期资本管理基金还大举投资了世通并购案（1996年，世通公司同意被英国电信收购）。CBS和世通并购案都涉及复杂的管理规定，而且都拖了很长时间才尘埃落定。在CBS并购案中，长期资本管理基金一直在买入该公司股票，甚至当股价和实际交易价格价差只有62美分时也没有放弃。在毫不具备专业经验的情况下，长期资本管理基金在这笔交易中疯狂投入了20倍的杠杆水平。一位资金经理曾警告罗森菲尔德："这样做简直是在推土机前捡硬币——找死。"由此不难想象一旦投资失利会出现怎样的风险。最后CBS并购案成功实现了，这让长期资本管理基金更加大胆地进行此类交易，投资组合中涉及的风险套利业务多达30件。

读到这里可能有人会好奇，想知道长期资本管理基金怎样借到股票投资所需的巨额资金的。美联储董事会曾根据相关管理规定（即条例T）为股票交易融资设定限制，即"保证金"。在过去25年中，美联储规定保证金贷款最大不能超过总投资额的50%。

长期资本管理基金如果购买股票肯定要受限于这一规定。但实际上，在很多交易中，基金建立的交易头寸并不涉及实际证券的买入，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而是对模仿股票市场的衍生品合约进行投资。比方说，如果长期资本管理基金想在未来三年内赚得价值1亿美元的CBS股票的投资回报，它就可以和瑞士银行签订互换合约。基金承诺每年向银行支付固定的年金，具体数额根据1亿美元的投资额和相关利率确定。作为回报，瑞士银行承诺到期后无论盈利多少，都会像实际购买股票那样向基金支付投资利润。（如果股票价格下跌，长期资本管理基金需要反过来向瑞士银行支付价差。）通常情况下，瑞士银行会买入实际股票进行风险对冲。当然，这个问题与长期资本管理基金就毫不相干了。

对于梅里韦瑟和长期资本管理基金来说，对CBS股票进行衍生品投资的好处在于不必前期支付资金，也不会泄露投资规模。除了貌似和条例T冲突外，这种操作完全合法。毕竟美联储只对购买股票的贷款水平做出了限制，而长期资本管理基金没有买入任何实物，只不过是在赌股票价格的走向而已。

华尔街利用互换方式规避条例T限制已有10年的历史了，不过此类交易的规模只是近年来才出现激增。此外，银行在帮助企业规避保证金规定方面也变得越来越生硬。衍生品就是在这种背景下应运而生的，实际上，这一产品诞生的前提是有益无害的。20世纪70年代末和80年代初的投行普遍认为简单的交易协议（无论叫合约、衍生品或是其他名称）能比实际的资产买卖行为更有效地转移风险。例如，在衍生品出现之前的时代，大多数家庭只能采用固定利率的抵押贷款融资。即使房主接受掷骰子理论（即对未来利率承担一定风险），他也没有实际可行的操作方式，因为银行和所有投资机构都一样，只能为其提供相同的固定利率贷款。这一点并不难理解，因为抵押银行也要为其融资支付固定利率的利息。但是使用衍生品交易就不同了（这是默顿最喜欢使用的经典案例），银行可以把固定利率贷款转变成浮动利率贷款。这个想法的创意之处在于，对每一位客户来说市场中总是存在与其需求对立的一方。可能某公司计划每年都要借贷资金，那它肯定希望采用稳定可靠的固定利率。想象一下，采用固定利率抵押贷款的房主和面对不同借贷成本压力的企业，如果他们之间可以互换贷款该有多好！正是衍生品的出现完美地满足了这一需求。（尽管双方并不清楚银行发挥的中间作用。）

历史上第一笔现代互换业务出现在1981年。当时IBM公司持有瑞士法郎和德国马克面值的债券，想要转换成美元债权。刚刚入职所罗门兄弟债券公司不久的耶鲁大学博士戴维·斯文森建议，或许可以让拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有美元债券的机构和IBM进行互换。例如世界银行就有这样的需求，他们希望持有各种货币定价的债权。为刺激借贷，所罗门兄弟债券公司为世界银行提供了稍低于市场水平的利率，这样一来两家借贷者就成功地实现了债权互换。IBM拿到了美元债权，世界银行拿到了外币债权——至此，互换业务正式诞生了。

这项业务一开始发展很慢，但后来却出现了成倍增长。没过多久，各大银行开始用外币债务、利率支付、股权和未来现金流进行各种互换。1990年，美国利率互换（衍生品业务的一种）市场的流通规模只有2万亿美元，到1997年这一规模已猛增至22万亿美元。[5]这种巨额增长带来的意料之外的新情况是，银行的财务报表变得越来越隐蔽，外部人士从中根本看不出衍生品交易的任何数据。随着这些交易的猛增，银行资产负债表掩盖了越来越多的债务。到20世纪90年代中期，就连很多中等规模银行的财务报表也变得让人一头雾水了。

当时的银行都在忙着利用衍生品交易赚钱，哪里顾得上去披露其中隐藏的风险！即便有个别人士对此表达隐忧，如20世纪80年代在所罗门兄弟债券公司工作的著名经济学家亨利·考夫曼，他们的意见也无人关注。考夫曼回忆称：

我记得梅里韦瑟那帮人加入公司后做利率互换业务的情形。他们根本不考虑风险限制，交易规模一直在攀升。先是10亿美元，后来到20亿美元，再后来达到50亿美元。根本没有任何分析框架对投资规模进行指导。

1995年，在梅里韦瑟的金牌交易员在长期资本管理基金全部到位后，他们当年的衍生品交易总额价值6500亿美元。在不到两年的时间里这一数字翻了一倍，达到惊人的1.25万亿美元。鉴于这只基金秘不示人的操作风格（其他基金也一样），谁也搞不清楚每一笔衍生品交易的具体风险敞口有多大。另外，由于很多衍生品合约是对其他投资业务的风险对冲，因此要算清整个基金真实的投资规模根本毫无可能性。人们只能看到它的增长速度很快，仅此而已。令人难以察觉的是，华尔街的投资盛宴莫过于一场规模庞大的信心游戏，只需支付少许保证金或无须任何前期费用，衍生品交易便成功地把所有银行的命运牢牢绑定在同一根绳子上。

银行监管机构开始对这种情况担忧了。20世纪90年代中期，华尔街每年都会出现一两次震惊政府和大众的衍生品交易风险大案。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种交易的风险隐藏得极深，因此很难被人发现，不少业绩良好的银行或投资机构经常会在一夜之间破产倒闭。从奥兰治县财政危机到信孚银行、巴林银行、德国金属公司和住友集团，令人震惊的倒闭或损失比比皆是。面对层出不穷的乱象，监管机构开始担心会不会出现危及整个金融系统的冲击性事件。这种事件就好像毛衣上的一个线头，轻轻一拉就会导致全盘皆输。那这样的“线头”是否存在呢？究竟有没有和华尔街如此盘根错节、拥有千丝万缕关联的公司，以至于一旦倒闭就会威胁整个金融市场的安危呢？尽管这样的担忧尚无明确目标，但它们显然是合乎情理的。对此，美国前财政部长尼古拉斯·布雷迪曾这样说过：“哪里出现问题，哪里就有他们（衍生品交易员）的身影。”[6]

早在1994年春天长期资本管理基金开始交易时，纽约联邦储备银行就已经对对冲基金宽松的信贷条件（包括衍生品交易信贷）感到不安了。在当年4月份致纽约地区各银行首席执行官的信件中，纽约联邦储备银行执行副总裁切斯特·费尔德伯格告诫他们不要忘记谨慎面对经营风险的历史教训。他警告称：“对客户设定信贷限额是信贷风险管理的重要手段。”[7]1997年，美联储官员和纽约几家大型银行的主管进行了面谈，以了解它们和对冲基金之间的合作关系。[8]他们敦促这些银行加紧对对冲基金的监督，结果意外得知银行已经加强了这方面的工作。[9]

在衍生品交易领域，美联储的政策制定部门采取了放任自流的态度。这个问题要归咎于美联储主席格林斯潘，因为他对这种新式金融工具赞不绝口。在公开辩论中，格林斯潘总是和以花旗集团主席约翰·里德为首的私营银行家站在同一阵线，全力反对要求加强信息披露的提议。即使对对冲基金大量使用互换业务来规避美联储的保证金规定这一问题，格林斯潘也报以支持和理解。令人难以置信的是，格林斯潘不但反对把保证金规定延伸到衍生品业务上，甚至还提议全面取消保证金规定。他在1995年发表的国会证词听起来就像是银行高管的会议简报。格林斯潘的观点非常简单：更多的交易（导致更多信贷）对市场有益无害，因为它们可以促进流动性。他表示：

取消这些融资限制可提供更多融资选择，带来更有效的流动性管理，从而促进代理交易的安全性和稳定性。对代理交易机构来说，美联储董事会认为没有必要在证券信贷监管方面制定公共政策。[10]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

流动性增强可对市场起到交易润滑作用，但格林斯潘忽略的问题是，当出现过度流动性时，市场就很可能会冲出轨道滑向深渊。[11]过量交易会催生投机，不管流动性如何，任何市场都无法在清账时满足所有潜在卖方的需求。当然，格林斯潘绝不是轻信流动性观点的第一人，很多人都认为只要加强市场流动性就能一劳永逸地避免危机出现。

除了美联储，银行就是能够限制衍生品借贷疯狂肆虐的最后一道闸门了。但是华尔街才不会在这样好的光景里自套枷锁，这些银行的资产负债表就像吹气球一样迅速增长，截至20世纪90年代末，华尔街的资产负债比已达到25：1。[12]如此充裕的资金急需流动，否则将会变成淹没一切的洪水猛兽，每一家银行都迫切需要为这些资金找到出口，对冲基金无疑成了最为理想的目标。信孚银行交易员兼对冲基金经理史蒂夫·弗瑞德海姆称："那会儿简直是银行求着客户来借钱，不但数额毫无限制，利率还一降再降。我经常接到银行电话说：'我们再给你贷5000万美元吧，正好凑够1亿美元！'"在疯狂追逐基金的过程中，各大银行悄悄放松了信贷要求，对借贷可能存在的风险总是轻描淡写地一带而过。到1996年时，整个华尔街每天的回购贷款交易高达5000亿美元，货币和利率互换交易高达2000亿美元。[13]

在这种情况下，借贷方从不考虑其总风险敞口有多大，银行对此也从不过问。每一家银行只知道自己对每个客户的贷款额，特别是对长期资本管理基金，但是谁也没想过该基金是否在其他银行也借贷了同样规模的资金。瑞士银行主管西西利亚诺回忆称："跟他们打交道感觉实在是深不可测，你觉得这家公司是最大客户，你是他们排名第一位的贷款银行，可实际上你不过排名第十。谁也想不到他们的借贷规模竟然这么大。"

瑞士银行对长期资本管理基金有着微妙而重要的影响。作为一家在衍生品业务领域经验丰富、令长期资本管理基金不得不刮目相看的银行，其衍生品业务发展过程几乎和这家基金同期展开。1977年，当大宗商品交易员开始采用默顿和斯科尔斯设计的期权公式时，从事大豆交易的爱德华·奥康纳和威廉·奥康纳兄弟二人成立了一家投资期权的新公司——奥康纳合伙公司，这家公司很快就成为新兴衍生品业务领域的佼佼者。1986年，公司从麻省理工学院请来了戴维·索罗，这位说话言简意赅的电子工程师很快成为著名的定量分析交易员。1987年股灾之后，期权交易员蒙受了巨大损失，奥康纳公司意识到必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

须吸引更多的资金。花旗银行、信孚银行和瑞士联合银行都曾考虑过收购这家公司但最终未果，直到1991年瑞士银行将其收入囊中。这在当时可谓是相当大胆的举动，因为瑞士的银行一贯保持我行我素的官僚主义作风，向来只招聘和提拔瑞士人担任管理职务。在瑞士的三大银行中，瑞士银行最为传统，但其国际部主管马塞尔·奥斯佩尔决定改变这种现状。马塞尔16岁开始做学徒，一边在银行打工一边读书。他曾在美林银行短暂工作过一段时间，意识到瑞士的银行如果不进行现代化改革就只有死路一条。收购奥康纳公司的意图就是要撼动巴塞尔总部的传统文化，引进美国管理思想，例如开发激励机制奖励长期表现优秀的交易员。1995年，奥斯佩尔设计收购英国最大投行华宝银行，瑞士银行从此声名大振。

当奥斯佩尔的老对手，瑞士联合银行董事长卡比亚拉维塔发现瑞士银行已经在衍生品交易领域建立优势，决定奋起直追时已为时已晚。奥斯佩尔和卡比亚拉维塔两人性格迥然不同，前者安静害羞，后者则是个大嗓门，处处表现出领导气质。面对遥遥领先的瑞士银行，卡比亚拉维塔惊慌失措，感觉已无力赶超对手。与此同时，他对和长期资本管理基金建立合作关系表现出了极大的兴趣，认为这是快速进入衍生品业务领域的最佳途径。为实现这一目标，卡比亚拉维塔认为最好的办法莫过于批准迈伦·斯科尔斯设计的担保计划。虽然这个计划遭到了瑞士银行的断然拒绝，但瑞士联合银行却觉得这是帮助他们跻身世界一流投行的好机会。交易员林忠仁和衍生品业务部主管鲍尔曾为银行和刚成立的长期资本管理基金合作机会失之交臂倍感遗憾，两人都极力支持这项担保计划。瑞联银风险部经理史蒂文·舒尔曼对此表示支持，负责监管交易活动的沃纳·波纳都雷也毫无异议，现在就剩下让卡比亚拉维塔最后拍板了。1997年6月，急于和长期资本管理基金合作的瑞士联合银行终于同意签订担保协议。签署协议之后，承担巨大资金风险的瑞联银将会成为该基金最大的投资者。

根据协议规定，基金合伙人需要向瑞联银支付2.89亿美元的费用。作为回报，瑞联银承诺向合伙人支付8亿美元客户（对长期资本管理基金的）投资在未来七年内产生的所有利润（无论是否亏损）。为对冲风险，瑞联银买入该基金8亿美元的资本利息。最后作为奖励，长期资本管理基金同意瑞联银向其投资2.66亿美元。这些便是担保协议的基本内容，坦纳鲍姆称：“如果我们对他们的股票进行担保，他们会同意瑞联银投资和基金股本一样多的资金。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坦纳鲍姆的上级认为担保计划是个妙计。瑞联银各部门主管都欣喜若狂，争先恐后地想要成为该基金的交易对象。波纳都雷称这些交易应划归固定收入业务部，虽然是个很奇怪的选择，但鉴于他和卡比亚拉维塔的好友关系别人也争执不过。此外，还有一部分交易被分给银行的资金部，资金部甚至需要为此支付5%的费用。[14]瑞联银的主管都认为这是一笔很好的交易，最终他们可以对长期资本管理基金的投资重新打包，销售给富有的银行客户。与此同时，他们为和梅里韦瑟建立战略合作关系感到十分高兴。在世界银行在香港举办的年会上，全球金融界人士云集，卡比亚拉维塔和梅里韦瑟举杯庆祝双方达成伙伴关系。

在长期资本管理基金内部，此时希利布兰德和斯科尔斯正闹得不可开交，为各自该享受多大的担保份额争执不下。斯科尔斯是担保计划的设计者，但希利布兰德投入的资金最多，自然希望在担保份额上占较大比重。通过把合伙人的未来收入转变成资本收益，担保计划不但可以降低他们的所得税税率，更重要的是可以确保未来收益。如果基金上涨，担保计划对其个人资产会发挥火箭助推般的作用。当然，如果基金下跌，合伙人就会损失2.89亿美元的担保费。对这群人来说，基金前期的巨大成功使他们被蒙蔽了双眼，根本看不到出现失败的可能性。当债券套利市场的投资机会开始逐渐远去时，他们一改从前的谨慎小心，变得空前大胆起来。

大部分合伙人都把个人的全部身家都投入基金中，只有马林斯是个例外，他继续坚持银行家的谨慎态度，没有参与担保计划。[15]西西利亚诺在谈到这些合伙人时称：“他们对自己的投资极度自信，每一根汗毛都透露出自信。”此外，长期资本管理基金和另一家瑞士银行（瑞信银行）也达成了类似的担保交易，只不过规模相对较小。

这还没完，为了继续扩大杠杆，这些合伙人又以基金管理公司的名义从三家银行（分别是大通曼哈顿、富利银行和法国里昂信贷银行）借入1亿美元贷款，投入个人在基金中的股份。这些人的贪婪欲望似乎永无止境，也丝毫意识不到风险的存在。[16]对于一帮自称理性的投资者而言，他们的疯狂行径让人很难理解，除非他们真的认为成为首富才能证明自己是世界上最聪明的人。

似乎想和命运叫板，疯狂的希利布兰德个人又向里昂信贷银行借款2400万美元。这家银行和基金合伙人达成协议，同意按照他们基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资额的利息提供相应贷款。根据这项协议，擅长货币交易的汉斯·哈弗施密德借款1500万美元，另外两位合伙人也有相对较少的借款。[17]除此之外，还有些合伙人从基金的交易清算行贝尔斯登银行借贷资金加大投资杠杆。鉴于基金自身已经高得离谱的杠杆水平，这帮合伙人（特别是希利布兰德）的做法等于是在杠杆之上再加一层杠杆，其危险程度简直像是在炸弹外面刷煤油。和穷小子把所有赌注押在一匹马上赌输赢还不一样，已经富可敌国的希利布兰德这样做无异于自寻死路。

瑞联银承诺当长期资本管理基金遇到危急状况时为其提供10亿美元的股本金。眼下，这只基金新的投资机会越来越少，债券套利领域的竞争对手层出不穷。1997年上半年，基金扣除管理费之前的投资回报率只有13%，虽然远低于之前的表现，但还算成绩不俗。它的投资杠杆率（衍生品交易不计在内）从30倍降低到了20倍，从侧面表明投资机会已经逐渐减少。包括斯科尔斯在内的一些疑心较重的合伙人，对于基金的投资组合感到越来越不安。

这个阶段日本市场的表现十分抢眼，为长期资本管理基金提供了很大的利润空间，这一成绩主要归功于43岁的戴维·莫迪斯特，他曾是一位学者。莫迪斯特、罗森菲尔德和一位名叫卡尔·哈腾洛彻的年轻交易员设计了一系列股权套利交易，利用日本市场不了解期权概念及其错误定价进行投资活动。根据这些市场特点，他们利用长期资本管理基金的模型轻松实现了利润丰厚的交易。莫迪斯特这位来自伯克利大学的理论学家，和几位助手每天晚上工作到深夜一点——此时东京证券市场才结束交易。再过不久，等整个美国都进入梦乡时，另一队夜猫子会准时到场，等待伦敦交易所开市，交易日本期权凭证。罗森菲尔德回忆称："我们有几位交易员跟戴维·莫迪斯特一样，工作起来根本不分早晚。"1997年6月，长期资本管理基金在东京成立办事处后，这些交易员的工作时间才恢复正常。负责日本办事处的是黄奇辅，一位曾在麻省理工学院获奖的数学家。此人精于设计交易模型，是长期资本管理基金从高盛银行挖来的人才。另一位负责人名叫阿云·克里希纳玛查，曾在所罗门兄弟债券公司担任过互换业务交易员。

梅里韦瑟曾多年在日本工作，他认为有必要在这里建立办事处。作为一家在日本服务的西方对冲基金，长期资本管理基金有着很高的威望。马林斯在美联储工作时曾多次私下为日本政府官员提出经济建议，加入长期资本管理基金后依然如此。无论在哪里展开业务，这只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金的触角总是能够渗透到政府最高层。可以说，合伙人广泛的人脉关系也是基金的一项重要资产。

在日本，这群合伙人还做了一笔不同寻常的交易。1997年，日本的多头债券市场只有2%的回报率，似乎已经跌到了谷底。长期资本管理基金做了一笔未加杠杆和对冲的交易——赌债券市场回报率会上涨。这种交易针对的不是债券价差，而是一种单向赌局，因此被称为单向交易。当时很多合伙人对此并不看好，认为这笔交易对基金来说过于投机。但是希利布兰德和哈贾尼在投资交易方面大权在握，毫不理会其他人的看法。随着交易取得了丰厚利润，抱怨者的反对声音也逐渐平息了。

在1997年7月举行的长期资本管理基金年会上，合伙人坦言对债券套利业务机会的减少感到担忧。为了不损害基金海外注册的法律地位，这次年会选择在美国境外举行。会议举办场地选择在多伦多机场附近的一家酒店，以便合伙人可以当天飞进飞出。这次年会只有四位合伙人（分别是莱希、马林斯、罗森菲尔德和斯科尔斯）和25位投资者出席。会场气氛比较消沉，债券价差的收敛速度比合伙人的预计水平快得多，导致基金盈利空间大大缩小。平时说话不多的罗森菲尔德在会议上透露基金正在开展股权交易，这个消息让投资者们突然激动起来。一位投资者问：“听说你们是风险套利领域最大的基金，是不是？”罗森菲尔德只好顾左右而言他。投资者们感觉到长期资本管理基金似乎快要走到了尽头。有人问道：“你们是不是打算退回我们的投资？”罗森菲尔德的回答再次支支吾吾。“不管怎么样，反正别退我的就行。”那人接着说道。

似乎是和债券套利的灰暗前景不谋而合，就在此时有两位金融学者刊文指出套利交易远比该理论信奉者宣扬的风险水平高得多，这可是长期资本管理基金的模型第一次受到学术界的反驳。来自哈佛大学的安德鲁·施莱弗和芝加哥大学的罗伯特·维什尼在著名学术刊物《金融日报》中警告称，像长期资本管理基金这样的套利交易机构，如果碰上“噪声交易者”（指完全不懂市场交易的投机分子）推动价格远离债券真实价值的状况，将会出现毫无还手之力的暴跌。他们大胆地预测，这种情况一旦发生，套利交易就会出现“非常不利的价格震荡”，导致交易者在市场低位被迫清算。[18]默顿曾读过这篇文章的早期版本，但他并不相信这种观点。在剑桥举办的一次学者会议上，默顿对于这种看法不屑一顾，认为市场不可能全面失控。[19]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年7月，就在担保交易达成几周后，国际市场风云突变。备受金融违约问题困扰的泰国宣布泰铢兑换采用浮动利率，导致本国货币应声下跌20%。这一风波迅速蔓延到菲律宾、马来西亚和韩国，导致这些国家的货币也出现贬值。为缓解市场跌势，J.P.摩根银行新兴市场投资顾问亚伯德莫特对外宣称："我们认为市场抛售情况言过其实。"[20]可这一招好像没起什么作用，市场跌势依旧在继续。新加坡元也遭到投资者抛售，当时只有"亚洲四小虎"中面积最大的印度尼西亚似乎还算坚挺。可话音未落，印度尼西亚卢布就在一天之内狂跌了5个百分点。市场变化如此之快，以至于学者们月初还在津津乐道的亚洲奇迹，一下子就变成了亚洲危机。一时间，这些国家主要城市的摩天大厦人去楼空，曾经熙熙攘攘的车间厂房门可罗雀。马来西亚首相马哈蒂尔·穆罕默德愤怒指责海外的"流氓投机者"导致了这次危机，特别是乔治·索罗斯之流，断送了亚洲经济的发展前程。

马哈蒂尔虽然发现了引发危机的元凶，但他指责的理由并不充分。外国投资者逃离即将沉没的市场并无过错，问题的根本在于这些市场提供的过于宽松的短期信贷环境，正是这一原因才导致市场巨轮飞速前进和失控的。在美国财政部长罗伯特·鲁宾宣布救助墨西哥货币危机之后，西方银行和投资者开始转向亚洲掘金，导致这些市场出现过度投机，滋长了政府的贪污腐败行为。鲁宾曾建议亚洲各国政府放松资本管制，允许热钱涌入市场。遗憾的是他没有意识到这个地区的企业行为高度不透明，而且严重缺乏监督管理。世界银行总裁詹姆斯·沃尔芬森称："只有经验非常丰富的银行才敢在不了解财务状况的情况下为印尼企业提供贷款。"[21]

虽然西方投资者总是犯同样的错误——今天为发展中国家的进步欣喜若狂，明天又为它们的简单幼稚感到气愤，但银行家们从来都不会吸取教训。1996年，全球有930亿美元的海外资本涌入印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国和泰国，毫不顾及这些国家经济增长缓慢的事实。这些热钱流出之后，对全球各地的市场都带来了扰动。在长期资本管理基金看来，发展中国家资本市场的上行或下行经历都具有指导意义。宽松信贷在推动对冲基金业务的同时，也带来了毫不理智的过度投资。当市场这部过山车一旦翻出轨道，格林斯潘吹嘘的流动性便再也寻不到踪影，自由扩散的只有无处不在的破坏。换句话说，当市场中刮起台风时，谁也不知道它将会吹向哪里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年夏末，长期资本管理基金传来了坏消息。世通公司收购案将重新谈判，交易价格降低。受此影响，世通股票价格一落千丈，长期资本管理基金一夜之间遭受1.5亿美元的损失，充分证明这个市场中隐藏着重重危机。在亚洲，基金的投资主要集中在日本，其表现经受住了市场考验。9月成为当年表现最佳的月份，基金实现了3亿美元的盈利。

尽管如此，市场前景还是在逐渐黯淡。当基金合伙人和美林银行高管结束每年一度的沃特维尔高尔夫球赛回到美国后，他们宣布了一个令人震惊的单方面决定：长期资本管理基金的外部投资者必须撤出一半的投资额——年会上令人担心的一幕终于出现了。对此，梅里韦瑟解释称："基金目前的资本太多了。"截至当时，基金的账户上的余额接近70亿美元，几乎和美林银行的资产相当。梅里韦瑟补充道："出现这么庞大的资产规模，主要是因为基金的前期投资回报率异乎寻常地高，导致资本量快速增长。另一方面，投资者共同决定的较高的再投资率也是造成资本显著增长的原因。"[22]

即便如此，债券价差的缩小以及套利投资机会的减少等严峻问题仍未出现好转。欧洲货币一体化已成为既定事实，依靠欧债价差交易轻松赚钱的好日子一去不复返了。随着市场边界的消失，短短6个月内，意大利债券和德国债券的价差就从2个百分点缩小到0.75个百分点。

长期资本管理基金计划在1997年年底向成立之初的投资者支付投资收益，同时对其后的投资支付全部本金和收益。这项计划不包括基金合伙人和员工，同时部分排除了一些大型战略投资者。基金的清算代理行贝尔斯登的首席执行官詹姆斯·凯恩也不包括在内。其他投资者要求留下来继续投资，但是遭到了基金的拒绝，这让他们对梅里韦瑟及其合伙人感到非常愤怒，认为这是一种差别性待遇，只关注内部投资者的利益。一位投资者向美林银行咆哮道："真是没天理！当初他们需要钱的时候可不是这样。"

这一计划在长期资本管理基金内部也引发了争执。梅里韦瑟的好友詹姆斯·麦肯蒂倾向于保留外部投资者的资金，斯科尔斯和默顿也强烈反对退还投资额的做法，认为这样做有损于公司资金管理的形象。更重要的是，出身学术界的二人在基金管理公司中所占的份额高于在投资组合中的股份，客户资金增长会带来更多管理费，这一点直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接涉及他们的个人利益。但另一方面，在基金投资中占大头的希利布兰德和哈贾尼不这么想，他们觉得保留外部投资者的资金会稀释自己的股份和投资收益。和往常一样，争执的结果还是这两位掌握实权的交易员说了算。这件事让斯科尔斯对希利布兰德大为光火，认为他是个毫不考虑其他人感受的自大狂。

现在回顾起来，当时外部投资者哭爹喊娘地想要留下来实在好笑，被迫收回投资简直是天意。后来的事实证明，基金合伙人蒙受的损失最为惨重。想当初，这帮人对财富的疯狂追逐只能体现出赤裸裸的贪婪。现在基金的业务已经遍布全球，他们没兴趣再替别人管理资金了，所以干脆把他们一脚踢出去。至此，长期资本管理基金基本上已经开始自娱自乐了，甚至首次要求公司员工把个人奖金也投资进来。

对于强迫投资者收回股份的做法，合伙人的解释是这是应对市场前景黯淡的合理方式。斯科尔斯认为这种说法很可笑，称长期资本管理基金一边在退钱，另一边有大把的客户正排队等着上门。[23]的确，这只基金是想在面对危机时缩小投资规模，但问题是这样做根本于事无补。退还资金只不过是减少了基金的股本，但它管理的资产没有丝毫削减。实际上，即使在交易机会逐渐干涸的情况下，基金投资组合中的头寸也多达7600多项。这只基金的杠杆率高得简直令人发指，其骄傲自大无异于希腊神话中拍着蜡制羽毛追日的伊卡洛斯。[24]

此外，迫使外部投资者退回股份可以让合伙人再一次增加个人在基金中的投资比例。这样一来，个人负债投资加上基金管理公司投入的杠杆，以及基金自身的负债规模，他们形成了三级杠杆放大赌局的局面，其危险状况就像三座叠加起来的金字塔，随时都有可能倾覆。

梅里韦瑟宣布强制外部投资者退出基金6天之后，公司重要合作伙伴所罗门兄弟债券公司传来了重磅消息。自从莫泽尔丑闻发生之后，这家公司连续经历梅里韦瑟辞职，以及罗森菲尔德、哈贾尼、霍金斯和希利布兰德等金牌交易员流失的打击，如今已彻底丧失了元气。所罗门兄弟债券公司开发的投行业务经营状况并不理想，现在又面对和长期资本管理基金一样的压力，债券套利市场正逐渐萎缩。早在年初，公司高管就一致同意，如果无法获得新的资金，所罗门兄弟债券公司很可能会沦为华尔街的二流公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特是所罗门兄弟债券公司的最大股东，他坚决反对向业绩不佳的企业再注入投资，认为这样做不过是浪费资金。所罗门兄弟债券公司首席执行官德里克·莫恩明确指出，出售公司是唯一可行的解决方案。一位董事会成员回忆称："巴菲特一心想要卖掉这家公司。"

但是卖给谁呢？莫恩和大通曼哈顿进行了沟通，但是这家银行拒绝收购。随后，他和旅行者集团（一家保险公司，后收购美邦公司）董事会主席斯坦福·韦尔共进午餐。韦尔是美国商业史上的一位著名人物。作为布鲁克林区一位服装师的儿子，韦尔是从一家很小的四人代理行起家的，通过兼并收购一步步建立起希尔森雷曼公司。后来这家公司被美国运通公司收购，失去管理权的韦尔选择辞职离开。20世纪80年代末90年代初，韦尔东山再起，先是控制一家小型信贷公司，然后利用它收购美邦公司和旅行者公司。韦尔不喜欢套利交易，认为这种投资风险太大，但是他一直梦想建立一家投行，以摆脱华尔街最底层的证券交易代理业务。这对他来说无疑是个好机会，或许美邦和所罗门兄弟债券公司的结合可以强强联合，从此在华尔街公司中跻身前列。

和莫恩共进午餐之后，韦尔回电表示同意收购，条件是必须由他管理合并之后的新公司。巴菲特才不管新公司谁当老板，他只想把这个烫手山芋赶快出手——当然，还要卖个好价钱。最终，韦尔愿意出资90亿美元的股票从巴菲特手中收购这笔不良资产。精明老道的巴菲特盛赞韦尔是一位善于开发股东价值的"天才"。[25]对于老板出此天价收购一家二流公司，韦尔的下属都感到非常吃惊，更何况这家公司从事的业务是让他感到厌恶的套利交易。对此，一位员工笑称："韦尔花了90亿美元从巴菲特手中买了一张表扬信，说他是个伟大的投资者。他逢人就拿出来炫耀，就像走进糖果店的孩子乐开了花。"

我们在此对长期资本管理基金和所罗门兄弟债券公司进行一个全面对比。可以说，梅里韦瑟在每一个方面的表现都远远超过了自己的老东家。资本规模方面，长期资本管理基金拥有70亿美元的资本，所罗门兄弟债券公司为50亿美元。利润方面，长期资本管理基金1996年盈利21亿美元，所罗门兄弟债券公司的盈利为9亿美元。另外，虽然所罗门兄弟债券公司的套利业务部依然盈利，但它建立多元化投行的努力却失败了。长期资本管理基金正好相反，虽然一直希望实现投资多样化，但交易却始终集中在债券领域，至少在当时来说还是明智的选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

择。这两家公司都很清楚，债券套利交易市场的机会正变得越来越少，但是他们对此的反应却截然相反。通过出售所罗门兄弟债券公司，巴菲特等于稀释了公司股东在套利交易领域的利益，强调其他业务的开发。现在，这些股东也成了收购方旅行者集团的股东，可以享受对方的业务收益。长期资本管理基金合伙人的做法完全相反，赶走外部投资者相当于增加自己在套利交易方面的股份，使赌局变得更大。颇具讽刺意味的是，巴菲特把长期不良资产换成了90亿美元，而长期资本管理基金合伙人则是在搭建海市蜃楼，希望一把赌下未来——可未来真的会像他们想象的那样吗？

10月，长期资本管理基金又迎来另一个重大消息：默顿和斯科尔斯获得了诺贝尔经济学纪念奖。消息传来时，默顿正在哈佛大学讲课，赢得了台下学生长达三分钟的热烈鼓掌。不过他谦虚地告诫称：“能衡量风险并不表示可以消灭风险，这一点必须牢记。”[26]斯科尔斯正在接受《渥太华市民》节目的名人采访，接到消息后他直率地谈起当初外界人士对衍生品交易的各种怀疑。节目主持人大胆问道：“你觉得你对1987年的股灾是否负有责任？”这个问题让诺贝尔奖获得者大感意外，他结结巴巴地说：“呃……没有，完全没有。你这么问就好像问发明炸药的诺贝尔奖获得者是否应对第一次世界大战负责一样。”面对不停地追问，斯科尔斯终于承认依靠这一理论进行交易（即动态对冲风险和市场下行时抛售的做法）确实加剧了股市崩溃，不过他表示造成问题的真正原因是市场缺少流动性——这个词已经成了他们老生常谈的借口了。斯科尔斯非常擅长把高深的金融理论变成日常表达，他是这样用大白话解释长期资本管理基金的投资活动的：“我们的工作是利用这些模型在全球范围内寻找被低估或高估的市场投资机会，然后通过对冲剔除其中不确定的风险，例如市场变动因素。”[27]

一时间，默顿和斯科尔斯受到了来自学术界的无数赞誉。学术界有句老话，意思是说对于同一个问题，六位经济学家可以演绎出七种不同的观点，但是这句话似乎在布莱克-斯科尔斯模型面前失效了，因为它无论在理论还是实践意义上都具有重要作用。罗切斯特大学的芝加哥派经济学家格雷格·贾雷尔盛赞其为“有史以来最为优雅和精准的理论模型”。[28]但在现实生活中它真的这么精准吗？这个问题似乎并不重要。《经济学人》的评语是：“默顿和斯科尔斯在1973年的研究贡献相当于为市场交易风险做出了明码标价。”[29]《华尔街时报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的一位作者在评论这一对金融行业影响至关重要的理论时可谓一语中的："瑞典皇家科学院发出的明确信号是：市场是有效的。"[30]

令人尴尬的是，要在此时表明自己的学术立场似乎有些不合时宜。这时的亚洲金融市场正硝烟弥漫，货币和股票市场全都一泻千里。这场金融大地震先后袭击了泰国、马来西亚和印度尼西亚。仅1997年10月1日一个交易日内，印度尼西亚卢布就狂跌6.5个百分点，马来西亚林吉特下跌4.5个百分点，菲律宾比索下跌2.2个百分点。两天之后，印度尼西亚卢布再次狂跌8.5个百分点。虽然说这次金融危机是亚洲各国放松信贷自己种下的苦果，但市场的无情下滑和快速蔓延还是令人猝不及防，就连拉美地区也受到了震动。在互联网时代，看不见摸不着的电子流早已把世界各地的交易所紧密连接在一起，谁也无法逃过这场金融风暴。到了10月底，亚洲各国企业开始大范围违约，经济萧条的影子随处可见。此时，市场投机者的目光开始转向港元，当时尚未回归内地的香港政府迅速反击，连夜提高利率到300%的水平。短短一周之内，香港股市总值蒸发了23%。

至此，美国投资者由于担心亚洲风暴会引发全球金融市场下滑，开始全面撤退了。当年夏季高攀至8300点的道琼斯指数在10月受到重挫。万圣节前的那个周五，道琼斯指数再次下跌100多点，滑至7715点。10月27日周一开盘时，亚洲风暴终于在美国登陆了。这一天的暴跌首先从香港股市开始，下滑6个百分点。等美国人一觉醒来，纽约股票交易所开始疯狂抛售。为避免市场出现恐慌情绪，交易所当天两次暂时停盘，结果却根本不起作用。以卖保险方式应对市场下跌的期权承销商开始绝望地抛售股票，整个情形和10年前的"黑色星期一"如出一辙。[31]默顿和斯科尔斯用理论模型封镇的市场妖魔又跑出来祸害人间了。和以往一样，这种连锁反应式的抛售，即默顿等人在模型中预想的动态对冲手段，让糟糕的市场状况变得更加惨不忍睹。一天之内，道琼斯指数出现了有史以来554点的最大暴跌，整整下滑了7个百分点。纵观全球，从美国到亚洲、欧洲和拉美地区，国际股市的损失高达1.2万亿美元，相当于蒸发了6%的总市值。[32]两天后在向布鲁金斯研究所发言时，尼古拉斯·布雷迪指出衍生品市场的杠杆交易是导致股灾恶化的元凶。他表示：

关于衍生品交易，以及动态对冲可以降低交易成本，增加市场深度等问题，我听说过不少支持的观点。但毫无疑问的是，这些交易带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来的好处远不及它们造成的巨大危害。显然，过度配资是造成上周股市疯狂抛售的根本原因，我们必须对此进行反思。[33]

长期资本管理基金再次侥幸逃过一劫，10月和11月表现得不赚不赔，说起来算是非常难得了。的确，在这只基金眼中，亚洲充满了投资机会。当市场频繁波动时，基金会大举买入衍生品合约，赌亚洲股市交易会逐渐趋稳，即股市波动率慢慢缩小。这样操作有很大的风险，所罗门兄弟债券公司在1997年10月之前的投资一下子就损失了1.1亿美元。不过长期资本管理基金最擅长的赌局是做空市场波动性。从某种意义上说，它的每一笔价差交易都是在赌市场波动性趋缓。当市场高度波动时，寻求保护的成本就会增加；当波动趋缓时，价差才会逐渐收缩。罗森菲尔德称：“我们的很多交易都是波动交易，无论采用哪种形式，基金总是在较为平缓或波动收敛的市场中进行交易。”[34]

瑞士联合银行——长期资本管理基金眼下最大的投资者，也在赌股市波动率，以及令银行账目惨不忍睹的各种其他交易。有传言称其衍生品业务部出现巨额投资损失，这个部门完全是戈尔茨坦个人的天下，1996年他个人拿到了1150万美元的奖金。[35]总计起来，瑞联银1997年的投资损失高达6.44亿美元。在这些失败交易中，瑞联银在日本可转换证券中损失惨重，长期资本管理基金对此业务比较擅长。瑞联银首席执行官卡比亚拉维塔长期以来一直保护戈尔茨坦，现在他意识到这位肆意而为的下属会毁灭银行的前程。11月，在卡比亚拉维塔的要求下，戈尔茨坦被迫辞职。

12月，卡比亚拉维塔不得不承认瑞联银已经失去了行业领导地位，被迫宣布和竞争对手瑞士银行达成收购协议。虽然他可以保留董事会主席职位和瑞士联合银行的名号，但显而易见，瑞士银行才是最后的赢家。很快，瑞联银巴塞尔总部的各重要主管都被取而代之，原来西部牛仔般的投资风格再次回归到苏黎世方面一贯的保守作风。有意思的是，收购瑞联银之后，瑞士银行变成了长期资本管理基金的担保方。

在斯德哥尔摩，默顿和斯科尔斯下榻于瑞典大酒店。这座酒店极为奢华，能俯瞰整个老城区，还拥有弧线形的门前阶梯。颁奖晚宴非常隆重，1200多位各界名流盛装出席。和这两位获奖者同席的除了几位家人亲友外，还有瑞典国王王后、几位王子和王后的母亲。为宴席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

服务的男女服务员都是从整个瑞典精挑细选出来的，用银质餐具为来宾端上各色菜肴。两位获奖者都很开心，默顿不停地向来宾询问："今晚是否尽兴？"他发表了简短的祝酒词，向大家表示感谢，同时为费希尔·布莱克没能等到这一天表示遗憾。

默顿的获奖发言主要谈的是期权理论在实际生活中的应用，从利率可调式抵押证券一直说到学生贷款担保和灵活型医保方案。他断言："期权型架构不久将会出现在生活的方方面面。"——尽管这种因果关系看起来似乎很牵强。虽然道琼斯指数单日暴跌544点才刚刚过去两个月，但默顿表示自己的主要贡献是证明了"布莱克和斯科尔斯提出的动态交易，可在连续交易的限定条件下提供完美的对冲"。[36]

虽然气氛欢畅，但这两位获奖者还是对长期资本管理基金的未来感到忧心忡忡。斯科尔斯向导师尤金·法玛表示基金进行的上千笔交易都是小规模投资，不存在风险，但他还是决定不要把50万美元的诺贝尔奖奖金投入其中。[37]颇具讽刺意味的是，这些象牙塔里的学者对于市场风险的嗅觉比长期从事交易的老手还要敏锐。这两位获奖者都过着体面的生活，斯科尔斯开一辆白色宝马，默顿也是汽车爱好者，驾驶一辆暗色美洲豹。斯科尔斯在格林尼治湖畔租有一栋宽敞大屋，默顿染了一头红发，跟老婆拜拜，搬到了波士顿的一个时尚小区。只不过他们的好运并不怎么突出，两人也从不觉得自己比其他腰缠万贯的基金合伙人少损失多少。作为局外人而不是一线交易员，他们具备希利布兰德所没有的独特视角。他们意识到长期资本管理基金正在偏离自己的专业领域，让已经恶化的投资处境雪上加霜，风险程度倍增。此外，默顿对于基金的薪酬结构极为不满，认为投资收益和奖金分配过于向希利布兰德和哈贾尼倾斜。作为期权专家，他很清楚高级合伙人会产生得寸进尺的巨大野心，这就是经济学家经常说的"道德风险"。他们早在所罗门兄弟债券公司时就表现出对投资的巨大贪婪，无论交易规模多大都想尽可能地扩大投资收益，这种依然存在的心理极大地破坏了全体合伙人之间的关系。行事小心的模型开发员克拉斯科对基金前景也很担心，他在1997年年底退出了自己的股份。曾在所罗门兄弟债券公司跟这些人一起工作过的兰迪·希勒向朋友预言，长期资本管理基金就像滴答作响的炸弹一样随时都会爆发。

在1997年年底向投资者返还27亿美元的投资之后，长期资本管理基金的投资杠杆率从18倍迅速增长到28倍（不包括衍生品交易杠杆）。在市场投资前景日益黯淡的情况下，这群合伙人反而把杠杆率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

提高到了以前好光景时的水平。如果算上衍生品交易，这个杠杆水平还要更高。

1997年，长期资本管理基金实现了25%的投资回报率，扣除管理费之后为17%，在市场如此动荡的一年中可以说是相当抢眼的表现了。投资者最初投入的每一美元，除了本金之外，现在可以拿到1.82美元的回报。得益于高昂的管理费和所得税推延，基金合伙人的投资回报显然更为可观。他们拥有的资本实现了36%的猛增，达到19亿美元，约占基金总资产额（47亿美元）的40%。清除外部投资者之后，现在这帮骄傲的合伙人准备大干一场了。

虽然不是扩大公司规模的好时机，但长期资本管理基金公司还是在年底搬进了豪华的新总部。新总部位于格林尼治步行街，旁边是个洗车场，办公室设计风格似乎是要彰显基金在华尔街的高大地位。新总部有极为宽敞的交易厅，里面有三排背靠背工位，全部配备符合人体工程学的可调节式桌椅，此外还为未来业务扩展预留了办公空间。新总部开辟了数百平方米的健身房，里面不但有男女分开的更衣间，还配备了全职健身教练。办公室后部的一个大房间内摆有两张台球桌，梅里韦瑟的个人办公室就在旁边，此外还有多个会议室和一个图书馆。仿佛像是老东家——所罗门兄弟债券公司的微缩版。新总部还在地下室开辟了空间很大的数据中心和备用发电机房，据说其发电能力可供格林尼治全市一天的照明。似乎是为了应景，基金合伙人削减了当年圣诞晚会的规模，晚会气氛相当低落。

马林斯认为基金在1997年的表现相当不错，毕竟能够摆脱当年市场困境的公司没有几个。他说：“我们预计亚洲市场将会逐渐好转，并且制定了进入这些市场的投资策略。”[38]不过这些学者教授似乎忽略了亚洲市场反复出现的状况：一旦遇到波动，各国市场马上会出现连锁反应，导致看似无关的资产同时出现涨跌。与此同时，他们还忽略了圣诞节前出现的另一个微弱信号：市场评级机构——标准普尔，刚刚调高了俄罗斯的债务违约风险等级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理公司的陨落

第7章　风云突起

市场的非理性状态总是比投资机构的寿命长。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

1998年年初，长期资本管理基金开始大量做空股市波动率。这种简单交易对罗森菲尔德和莫迪斯特来说简直是小菜一碟，但是99.9%的美国大众从未听说过这一概念。简而言之，股市波动率是长期资本管理基金的标志性交易，使其最终滑向了灾难的深渊。股市波动率的概念直接源自布莱克-斯科尔斯模型，它假定股票的波动率从长期来看会保持稳定水平。例如，股票市场的年波动率范围通常在15%~20%之间。尽管股市不时会出现更大的变动，但它始终会回落到正常水平——至少这群格林尼治的数学家们坚信如此。就像大数定律无形中指挥着全世界黄色奶牛和斑点奶牛数量呈正态分布一样，股市中的稳定期和动荡期也是随机出现的。对于坚信市场有效论的这群学者教授来说，这一观点就像是刻在磐石上的圣经一样不容置疑。从默顿学派的观点出发，他们认为各种股票的市场价格就像星云散射出的热分子一样毫无轨迹、高度随机。当市场模型经过分析认为存在定价错误的股市波动率时，他们便会毫不迟疑地赌上全部资金。

市场中并不存在名为“波动率”的股票或证券，因此无法直接进行投资。但是交易员可通过间接方式达到这个目的。前面提到过，根据布莱克-斯科尔斯模型，期权定价的关键要素是标的资产的预计波动率。当资产价格上下浮动时，期权价格就会上涨。因此，只要知道了期权价格，就可以推断出市场对股票价格波动率的预期。

我们还是来打个比方吧。要想赌佛罗里达州的天气变化——这是很难直接判断的，但是在特定季节，该州出现霜降的可能性会导致橙汁价格的波动。因此，如果果汁价格比往年异常偏高，经验丰富的交易员就可以据此推断市场预计佛罗里达州会出现寒冬，导致橙子减产。如果交易员认为市场对于未来天气的预测是错误的，就可以通过卖空橙汁的方式实现投资盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与此类似，长期资本管理基金得出的结论是，期权市场预计的股市波动率大概在20%的水平。它认为这个水平不正常，因为实际波动率只有15%左右。因此，期权价格早晚会出现回落。根据这一判断，长期资本管理基金开始做空期权，特别是标准普尔500股指以及欧洲主要交易所类似指数的期权。用他们的行话来说，这叫“卖出波动率”。

在期权交易中，他们的交易对家是那些（尽管他们自己并不清楚）买入波动率的投资者。我们来看看他们是怎样操作的。通常，期权购买方是那些希望购买保险、避免市场下跌的股票投资者。他们乐意支付一定的费用投保，以免自己的投资缩水。作为交易对家的长期资本管理基金收取这些费用，并承诺在市场出现狂跌时为客户做出补偿。实际上，这只基金销售的是双向保险（即期权），既避免狂跌又避免暴涨。

股票投资者显然没有长期资本管理基金那么丰富的经验，他们并不清楚期权价格是否正确。但是，就好像拥有海边大屋又担心雨季风暴的人一样，他们肯定希望为自己的股票投上保险。面对亚洲市场的动荡和股价暴跌，投资者都变得紧张不安了。打开报纸，随处可见学者、专家们关于股市崩盘的悲观论调。因此，人们都想掏钱买平安，保障投资安全无恙，这就必然推动期权价格的上涨。欧洲一些投资机构甚至利用这种心理推出了能在市场下跌时提供投资保护的股票产品。换句话说就是，保涨不跌！同样，为了保护自己不受股市下跌的冲击，这些机构反过来也要购买投资保险，在长期资本管理基金看来，此举简直是在人为地推动期权价格的高涨。

如果长期资本管理基金的判断是正确的，即期权价格过高，那就意味着它收取的保险费在期权合约5年的合同期内是稳赚不赔的。实际上，当时很多其他对冲基金也在做同样的交易，为普通股票投资者提供市场保险。这种做法算不上失策，就像很多基金所说的那样：“既然有人愿意为股票投资上保险，我们干吗不卖给他们？”

但问题是这种交易的风险非常高。一方面，预测未来股市变动水平本身就极不靠谱，除非你坚信可以根据股市过去的表现来准确预测未来。谁能预测到亚洲股市什么时候会出现危机呢？即使预测到了，谁又能预测市场会紧张到什么程度？换言之，谁又能说出市场的变动水平应该是多大呢？这就像预测佛罗里达是否会出现寒冬一样极不可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一方面，即使长期资本管理基金关于股市波动率的判断是正确的，进行这种交易也仍有可能出现重大亏损。由于时间漫长的期权合约并不进行互换交易，因此长期资本管理基金不得不定制每一款期权合约产品，然后卖给J.P.摩根、所罗门兄弟债券公司、摩根士丹利和信孚等大型银行。这种深奥难懂的合约的交易市场非常小，只有那么几家投资机构参与，大多进行的还是“预订式”交易，因此市场买卖双方极不平衡。像J.P.摩根等银行非常希望从长期资本管理基金买入波动率，然后转手再把这些合约卖给个人投资者。简而言之，在这个市场中，买方的市场始终大于卖方，正是因为这一点才使得波动率价格经常高于理论学者们认为的正常水平。但是从卖方角度来看，这个市场的参与者寥寥无几。如果没有了卖家，或是股票投资者突然急需购买保险，那么波动性的价格不但不会回落，反而会继续走高。

与此同时，长期资本管理基金还必须进行交易清算，每天根据期权价格走势收回交易利润或支付交易亏损。就算你对股市波动率的长期判断准确无误，能不能挺过短期的连续亏损也是个问题。在5年的保险期内，如此大规模的交易可能带来的亏损简直令人难以想象。随便哪一天都可能出现没有卖方的情况，这时J.P.摩根银行就可以随心所欲地把资产价格涨到任何水平。也就是说，长期资本管理基金赌的不单是市场变动的最终表现，同时还要赌波动率的每日变化，这种变化取决于其他投资者愿意为期权付出多大的购买代价。简而言之，它赌的是这些缺乏理性的投资者未来不会一直抬高市场价格。从这个角度来看，这无疑是赤裸裸的投机，完全背离了合伙人最初的投资信条。由于被动陷入市场短期波动支配之下，基金合伙人已经放弃了精密数学模型带来的任何优势。

长期资本管理基金按市场年波动率19%的水平价格卖空期权（交易员术语为“在19个点卖出波动率”）。当期权价格上涨时，基金会继续卖出。其他投行的卖单非常小，只有长期资本管理基金坚持大量卖出。罗森菲尔德、希利布兰德和莫迪斯特在格林尼治交易，哈贾尼和哈弗施密德在伦敦交易。最终，他们在美国市场为每个百分点变动建立了4000万美元的巨额交易头寸，欧洲市场的规模也与此相当，交易总额达到市场总规模的四分之一。为此，摩根士丹利银行甚至给基金起了个外号：股市波动率央行。

可以说，股市波动率是长期资本管理基金首创的原型交易。在很多价差交易中，基金总是间接表明对市场变动的看法。合伙人认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随着时间的推移，投资者会逐渐变得更加理性、稳定和高效，表现得更像他们一样，因此信贷价差必将逐渐收敛。罗森菲尔德称：“我们对此一直深信不疑。”[1]股市波动率交易也是这种思想的明确体现，它强调了波动性在整个团队默顿理论框架中的中心作用。20世纪80年代，曾在所罗门兄弟债券公司工作过的石油交易员安德鲁·霍尔称：“这帮麻省理工学院的高才生总想着做空市场波动率，以正态分布为特征的布莱克-斯科尔斯模型在他们的脑袋里早已根深蒂固，这一思想就像圣杯一样不可动摇。”

1998年的头几个月，全球市场风平浪静。国际货币基金组织出台了韩国援助方案，对亚洲市场起到稳定作用。欧洲方面，距离欧元发布还有不到半年时间，市场投资者都沐浴在乐观的情绪下。在美国，道琼斯工业股指突破历史记录。随着投资者信心的逐渐恢复，债券价差逐渐缩小。1998年伊始，A类债券（高业绩公司发行的债券，如福特汽车）的回报率比国库券高出75个基点。2月份，这一价差缩小到了70个基点。

这些稳定的市场趋势虽然毫无关联，却在一定程度上反映出危机已经远去的普遍观点，尽管局部地区还有小的阴影仍在徘徊。1997年10月亚洲金融危机之后，美林银行要求债券交易员降低投资规模。当时他们撤出的投资，到1998年年初又全部恢复了。我们已经经历过很多次危机，从美国金融危机到国际货币基金组织出手援助墨西哥、泰国和韩国，市场都挺了过来。在谈到交易员利用公司资金进行投资时，美林银行风险部主管丹尼尔·拿坡里称：“谁也不相信亚洲危机会扩展到全世界。”随着这种乐观情绪在各大投行交易柜台的蔓延，信贷价差不可避免地缩小了。

长期资本管理基金的气氛也开始活跃起来。尽管它的投资杠杆率非常高，尽管合伙人全都大举负债，但他们的风险敞口似乎还是可控的。据估计，希利布兰德个人的资产规模约有5亿美元，梅里韦瑟也有几亿美元。这群合伙人似乎对基金的投资组合进行了调整，以达到控制风险的目的。根据他们的模型，基金单个交易日可能出现的最大损失为4500万美元，这对于资产总额比最大损失多上百倍的基金来说根本不是问题。[2]他们的模型还显示，基金即使连遭厄运，出现单月损失40%资产的概率也很低。（截至目前，在表现最差的月份基金的损失也仅有2.9%。）这些数据意味着，基金在一年之内亏光全部资产属于十级西格玛事件，即统计学上所说的10的24次方分之一的可能性。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果说基金合伙人有什么忧虑的话，那这种忧虑绝对不是怕亏钱，而是担心找不到足够的投资机会。随着这种压力的日益增长，他们开始涉足更多的异国产品，如巴西债券、俄罗斯债券和丹麦抵押证券。负责管理巴西和其他新兴市场的马丁·西吉尔似乎和长期资本管理基金格格不入，作为老派交易员，他对市场模型一无所知。西吉尔在所罗门兄弟债券公司工作时，曾通过投资墨西哥电话公司为梅里韦瑟赚了钱。对下属一向仗义的梅里韦瑟后来便在新基金中给他提供了这一职位。

此外，长期资本管理基金的单向对赌交易也开始增加（在投资组合中占一小部分），抛弃了其标志性的风险对冲交易策略。斯科尔斯对这种交易非常担心，特别是基金在挪威克朗交易中投入的巨大头寸。他认为长期资本管理基金应当坚持采用市场模型，更何况公司在挪威根本没有任何“信息优势”。[4]就在一年前，哈贾尼曾对基金投资希腊市场暴跳如雷，他质问道：“这种经济表现你们也敢投资？”但是轮到他自作主张时，哈贾尼对别人的意见就不管不顾了。他始终认为自己不会输，对合伙人的态度总是十分强硬，直到对方做出让步并接受自己的观点。

长期资本管理基金在股票市场中越陷越深。在得知很多高科技公司向员工低价发行股票期权之后，基金开始大量买入这种期权，其中包括微软和戴尔等公司的期权，然后卖给标准普尔500指数对冲风险。这种交易的开发人是莫迪斯特，但哈贾尼是进行幕后操控的设计师。基金的一位同事曾吃惊地发现，莫迪斯特甚至卖空很多大企业的股票，据说其中包括微软、戴尔和通用电气——这些似乎都是哈贾尼的任性所为。莫迪斯特对同事的解释是：“哈贾尼跑到城里，对我说要做这个交易。”完了还补充一句，“他这人就这样，我能怎么办？”

至此，长期资本管理基金已经无法抵制押上所有赌注的致命诱惑了。通过期权赌美国股市下跌无疑是纯粹的投机举动。[5]当时基金有位年轻精明的股票研究员名叫艾伦·苏尼尔，他建议根据模型买入可能被收入标准普尔500指数的企业股票。（股票被收入该指数后会引发众多投资机构购买。）希利布兰德对此很感兴趣，他不顾苏尼尔的模型，抛开推荐的公司，加入新的企业。然后，希利布兰德坚持大举买入其中每一家公司的股票。很快，长期资本管理基金在这些交易中的概念投资就猛增到20亿美元。一位同事感觉不对头，苏尼尔耸耸肩说：“我推荐的股票希利布兰德一个也没看中。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外，希利布兰德还做空巴菲特的控股公司伯克希尔-哈撒韦公司，认为这家公司的股票相对于其资产定价过高。但是伯克希尔-哈撒韦公司的很多资产并没有上市，希利布兰德无法投资，这就导致他的做空交易无法形成套利。精于算计的希利布兰德这一次聪明反被聪明误，想从这位亿万富豪身上拔毛哪有这么容易？此举导致基金投资陷入了远离专业领域的危险境地，实在是愚不可及。即便在深思熟虑的交易中，这些合伙人也失去了风险意识和分寸感。在一项可能亏损的交易中，长期资本管理基金以4.8亿美元买入斯塔伍德酒店集团发行的15%的垃圾债券，这家地产公司根本就是在进行市场诈骗。

虽然新的交易活动要求比以往更为谨慎小心，但合伙人每周一次的风险管理会议却越来越流于形式了。他们不再像以前分析意大利债券那样耐心细致地研究讨论交易活动，虽然争论依然激烈，但结果似乎总是一样。斯科尔斯反对基金保持这么大的交易头寸，实际上公司有几笔巨额交易已经无法全身而退了，这种现象无疑为基金亮起了红灯。[6]默顿、马林斯和麦肯蒂也反对鲁莽行事，但他们的声音基本不起作用。只在有人威胁要退出基金时，梅里韦瑟和罗森菲尔德才会出面约束两位头牌交易员的任性举止。

实际上，希利布兰德和哈贾尼根本听不进去别人的意见。年轻的同事发现这两人都很任性妄为，这种情况出现在年轻的哈贾尼那里或许并不奇怪，但出现在希利布兰德身上就有些令人困惑了。凡事都喜欢刨根问底的莫迪斯特对后者尤其憎恶，因为他经常被大家取笑为“希利布兰德的跟屁虫”。莫迪斯特是长期资本管理基金少有的文艺爱好者，他从小在波士顿长大，喜欢艺术、文学和歌剧。他对金融行业的兴趣仅限于学术方面，并不是满脑子想着怎么投资赚钱。莫迪斯特很讨厌高级合伙人的专治和对他个人时间的压榨，曾一度想过要辞职离开这家基金，直到1998年被选为公司初级合伙人。看到基金合伙人一个个背离谨慎投资的指导原则，他感到这家公司已经失去了吸引力。可以说，长期资本管理基金已经形成两大交易员独霸天下的局面，合伙制早已名存实亡。

华尔街对于这些内部争斗并不知情，各大投行依然卖力地为长期资本管理基金提供信贷。在声名狼藉的巴西市场，美林银行以少得可怜的垫头为其交易大量融资。很快，银行回购业务部的人开始向对冲基金信贷主管罗伯特·麦克唐纳抗议，抱怨长期资本管理基金在新兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场的风险敞口太大。麦克唐纳笑着说："我们是同一根绳上的蚂蚱，他们垮了我们也得垮。"

仿佛是要彰显自己的信心，4月1日，美林银行123位主管以个人方式分别认购了银行对长期资本管理基金的大部分投资，以此作为薪酬计划的一部分。科曼斯基此时已接替塔利成为美林银行董事会主席，他个人投入80万美元到该基金。合计起来，美林主管同投资了2200万美元。作为推动长期资本管理基金成立的功臣，美林银行绝对想不到这样做是在把自己人推入火坑。

美林银行在信贷方面为客户大开绿灯是由当时宽松的金融环境决定的。当时，华尔街每一家投行都急不可待地想要进入新兴市场，俄罗斯一时被吹捧为下一个资本主义天堂。美林银行时任欧洲和英国债市业务主管的理查德·邓恩称："人人都在说亚洲时代已经结束，热钱正在寻找新的目标。追逐新兴市场的资金规模非常惊人。"那时要想拒绝客户的贷款申请可不容易，这样做等于是拱手把业务让给竞争对手。邓恩坦言："正是在这样的环境下，我们放弃了对垫头的要求。这个错误不只对长期资本管理基金犯过，当时整个市场都对美林形成竞争压力。不做的话肯定会损失业务，要想站起来对老板说（没有垫头）做不了，那是需要极大勇气的，因为整个华尔街都在犯这样的错误。"

1998年4月，刚刚收购所罗门兄弟债券公司的斯坦福·韦尔宣布推出美国金融史上规模最大的并购案——花旗集团将收购旅行者集团。这笔交易把华尔街盲目的乐观情绪推向了顶峰。30年期国库券的回报率已经跌至不到6个百分点，令人想起梅里韦瑟童年时代稳定单纯的债券市场。对市场未来的乐观期盼加上信贷宽松的整体经济环境，使得借贷利率一降再降，就连最没信用的借贷方也能轻松获得贷款。债券价差更是跌到了近年来的最低水平，A类债券从年初的75个基点降至60个基点。债券价差的缩小简直就像长期资本管理基金经营收入的晴雨表。由于一季度表现平缓，基金在4月实现了近3%的投资回报。4月底债券价差达到最低点，此时也是华尔街投资信心的最高点和长期资本管理基金资产规模的最高点，达到了惊人的1340亿美元。在四年多的时间里，最初投入基金的投资已经增长了4倍（未扣除合伙人的管理费用）。扣除管理费之后，投资者当年每投入的1美元现在已变成了2.85美元——在不到50个月的时间里，投资回报率高达1.85倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仿佛折腾得还不够，这帮合伙人在迪克·莱希的牵头下在百慕大群岛注册成立了奥斯佩里再保险公司。这家公司注册资金2亿美元，似乎是要体现长期资本管理基金勇于担保市场金融风险的高大形象。他们计划对有形灾害提供再保险，如风暴、地震、飓风等造成的财产损失。他们和意大利国民劳动银行建立的共同基金由于遭到意大利政府的搁置而被迫终止。不过这些合伙人正在尝试新事物——股权私募公司。[7]是啊，还有什么是他们不敢干的呢？

市场方面，危机出现的前兆总是微不足道和看似毫无关联的。雷曼兄弟银行负责股票衍生品业务管理的约翰·苏科是最早感觉华尔街存在危机的少数派之一，他对衍生品交易隐形的高杠杆率尤其感到担心。4月底，苏科受邀在著名出版人詹姆斯·格兰特组织的投资者会议上演讲。在回答问题时，他表示华尔街部分银行——几乎所有银行的高级管理层，对于20多岁的年轻交易员们每天操作的资金风险根本毫不知情。不过他又婉转补充，称自己的老板对此比较清楚。他的言论很快招来了麻烦，因为这件事他被迫从雷曼兄弟银行辞职。

高盛银行合伙人劳埃德·布兰克法恩对于衍生品交易的杠杆率问题也很担心。他曾对美联储纽约分行负责管理交易活动的彼得·费舍尔说，试图分析哪个市场可能出现墨西哥危机或引发新的金融风暴完全是徒劳无益的。他认为信贷问题将会成为下一次重大危机，而不是具体哪个市场存在问题。布兰克法恩在提到信贷价差消失的问题时指出，人们根本分不清这些风险有何区别。当时，美国国库券是一切问题的核心。

对信孚银行的史蒂夫·弗瑞德海姆来说，他是在访问新加坡和中国香港时感觉到市场形势存在问题的。当时墨西哥市场在危机之后快速恢复元气，弗瑞德海姆希望亚洲市场也能尽快站稳脚跟。但是他在亚洲看到的情形却不是这样的，很多大型投资者都离开了这个市场。在香港一家私人俱乐部吃饭时，某大型银行行长突然改变交易条件，要求弗瑞德海姆在亚洲少抛头露面。无奈之下，弗瑞德海姆只好带着悲观情绪回到美国。他回忆称：“从那之后我们就开始做空市场了。”此时美国的信贷价差收缩到了前所未有的程度，面对亚洲脆弱的市场形势，弗瑞德海姆认为信孚银行只剩下最后一条道路可走了。

就像心有灵犀一样，华尔街的其他交易员们也得出了类似的结论。于是，各大投行和证券公司开始减持风险较高、流动性较差的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券——这些恰恰是长期资本管理基金重仓投入的领域。[8]这些卖出行为从未有人协调，但令人感觉就好像是商量好了似的，这是因为各大交易柜台基本上持有的都是完全一样的证券。梅里韦瑟对此有些担心，在拜访瑞士银行主管西西利亚诺时，他表示正在找机会把合伙人的资金投入基金之外的其他领域中，有可能是股票或地产方面。随即他又表示这两个方面的资本过于集中，似乎忘记了不久前合伙人主动放弃收回部分个人资金的事。

到目前为止，对杠杆交易感到最不安的是旅行者集团。这家公司的老板震惊地发现，在刚收购的所罗门兄弟债券公司的固定收入套利业务部，交易员们每年都会拿到1000万美元，甚至更高的年底奖金。这种奖励制度源自希利布兰德，在所罗门兄弟债券公司（现为所罗门美邦公司）工作时，他手下的交易员可以从投资利润中得到一部分作为个人奖金，但韦尔和他的老部下杰米·戴蒙对于这种做法却非常憎恶。这是因为交易员如果投资出现损失不会受到处罚，这就导致他们为了拿奖金而不顾一切风险，在交易中能得到多少公司资金就投入多少。在韦尔和戴蒙看来，套利交易不过是盛装掩饰下的赤裸赌博。正因为如此，他们才对所罗门兄弟债券公司的重要客户长期资本管理基金并不看好。就在收购所罗门之后不久，戴蒙曾要求长期资本管理基金透露更多的投资信息，梅里韦瑟婉转回绝，称这些信息是公司机密。戴蒙可不吃这一套，威胁称要停止和基金的合作，结果梅里韦瑟只好乖乖就范。[9]回想当年基金目中无人的气势，真可谓是风水轮流转。

所罗门兄弟债券公司套利业务部联合主管罗伯特·斯塔维斯，也想效仿长期资本管理基金搞股市交易，但他的新老板们，特别是所罗门美邦全球股市业务部主管史蒂文·布莱克不让他这么干。斯塔维斯迫切希望加大股市波动率的交易规模，但布莱克总是从中干预。一向和长期资本管理基金亦步亦趋的所罗门兄弟债券公司套利业务部，如今开始在投资交易中变得谨慎起来——如果梅里韦瑟的管理强硬一些，不纵容两位头牌交易员肆意妄为的话，或许长期资本管理基金也可以实现这个目标。

4月，所罗门兄弟债券公司出现2亿美元的投资损失，为其未来发展蒙上了巨大阴影。斯塔维斯对韦尔说未来可能会继续损失，韦尔深知华尔街对短期收入的重视，而正为旅行者集团股价烦恼的他绝对不想听这样的坏消息。面对债券价差的消失，旅行者集团的高管们做出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了自然而然的选择：缩小交易规模。不知道是什么原因，梅里韦瑟竟然对这一决定一无所知。对所罗门兄弟债券公司来说，唯一的好消息是旅行者集团即将被花旗集团收购，这样一来其套利业务部的问题就变得微不足道了。在讨论可能出现交易损失的可能性时，韦尔总喜欢说："公司只有大到足够的规模，才会让这些破事变得无足轻重。"显然，只要花旗完成收购他就能随心所愿了。不过为了保险起见，所罗门兄弟债券公司一位主管还是致电长期资本管理基金，询问对方在交易中到底使用了自己多少资金，得到的回答是"几乎没有"。所罗门兄弟债券公司对套利交易的分析一向都不严谨，这一次他们感到有些惊慌失措了。显而易见，这两家公司（所罗门兄弟债券公司和长期资本管理基金）在交易中都使用了很高的杠杆率，而合并之后的所罗门美邦现在开始削减业务规模了。

5月，和长期资本管理基金市场模型的预测相反，债券价差开始扩大。债券套利交易者的投资出现损失，引发了温和但无法逆转的连锁抛售行为。所罗门兄弟等债券公司由于投资损失而导致资金不足，已经违反了计算机系统规定的合理资金资产比，不得已只能多卖一些债券。所罗门兄弟债券公司一位伦敦交易员回忆称："当人们清算资产时，市场波动率就会上升，迫使更多的人进行清算。"

这些事件其实也不过是"小破事"而已，只不过让韦尔始料未及的是这样的事件正变得越来越多，甚至击垮了抵押债市场——1994年的债券市场风波也是由此引发的。抵押担保证券的下跌导致对冲基金被迫削减其他市场的风险敞口，使新兴市场意外中招。[10]几乎是一夜之间，亚洲市场不再太平。在亚洲最大的新兴市场印度尼西亚，国际货币基金组织的援助活动遭遇到了困难。5月，印度尼西亚各地爆发的街头示威活动导致总统苏哈托被迫下台，结束了其长达32年的统治。

至此，俄罗斯成为国际投机者高度关注的新目标。俄罗斯央行主席谢尔盖·杜比宁表示卢布非常安全。为了消除顾虑，他还补充道："卢布绝不会贬值。"[11]5月底，杜比宁把卢布利率提高了3倍以避免资金外逃。俄罗斯摇摇欲坠的金融系统已经走到了崩溃的边缘。与此同时，美国经济开始放缓，形成债券价格牛市。国库券收益率下跌，导致国库券和其他债券产品（如企业债券）之间的价差逐渐扩大。这种趋势和长期资本管理基金投资的方向完全相反，公司遭遇了成立以来表现最差的月份，损失高达6.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此时此刻，收购瑞士联合银行之后的瑞士银行已成为长期资本管理基金的最大投资者。虽然还不知道基金投资出现亏损，但瑞士银行已经对市场形势感到不安了。银行衍生品业务主管蒂姆·弗雷德里克森在阅读担保协议之后非常震惊，对西西利亚诺说："你们怎么能签这么危险的协议？"他们面对的问题是，长期资本管理基金的投资根本无法对冲风险，导致瑞士银行处于完全不利的地位。西西利亚诺回忆称："这么说吧，这份协议就像一个良性肿瘤，形势一旦恶化就会带来致命问题，但是他们（长期资本管理基金）却从未出过问题。"

6月，曾负责向瑞联银推销担保计划的罗恩·坦纳鲍姆辞职，这一举动似乎为后来的一系列事件拉开了序幕。另一方面，信贷价差继续扩大。更让人吃惊的是，这种扩大在长期资本管理基金活跃的每一个市场中都出现了。现在的问题不是哪一个证券，而是所有产品的信贷规模都在收缩——显然，市场已经普遍意识到前期信贷过于宽松可能带来的风险。投资者人人力求自保，开始千方百计地买入国库券产品。（这意味着只要能抛掉高风险的债券，他们宁愿接受收益率较低的国库券。）

詹姆斯·麦肯蒂——梅里韦瑟的老友——一位依靠直觉进行投资的老派交易员，敏锐地意识到了交易风向的转变。他反复敦促基金合伙人降低投资风险，但没人对他的直觉判断感兴趣。自从总部搬到康涅狄格州之后，这帮合伙人就远离了华尔街交易厅每日熙来攘往的人群，虽然清静了很多，但也失去了和其他交易员分享各种小道消息的机会。他们认为麦肯蒂是在杞人忧天，因为这位酋长（麦肯蒂的外号）自己的基金投资最近刚刚出现了亏损。郁闷至极的麦肯蒂下班后在公司附近的酒吧遇到基金的顾问律师詹姆斯·理查兹，理查兹正准备第二天飞往阿拉斯加去爬麦金利雪山，麦肯蒂垂头丧气地对他说："等你回来的时候，会发现一切都已变了模样。"

此时在整个华尔街，麦肯蒂的交易员们都在讨论安全转移，即把投资转移到低风险的国库券产品。到6月中旬，30年期国库券的收益率已经下跌到5.58%，是1977年自政府发行30年期国库券以来的最低点。瑞士信贷第一波士顿银行战略分析员马修·阿历克谢对《华尔街日报》称："在国库券市场，人人都不敢卖空。"[12]但是长期资本管理基金却不一样，它每天都在卖空国库券。国库券是这只基金卖空的基本债券，以此对冲持有其他高风险债券的风险。随着国库券市场的逐渐恢复，其他债券与国库券之间的价差逐渐扩大。抵押担保证券价差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从96个基点扩大到113个基点，企业债券价差从99个基点扩大到105个基点，垃圾债券价差从224个基点扩大到266个基点。就连看似安全的非流通国库券，价差也从6个基点扩大到8个基点。[13]每一个市场持有高风险债券都必须支付费用了，长期资本管理基金在每一个市场的投资都在亏损。

为什么这些市场一时间都会出现厌恶风险的恐慌情绪呢？答案依然是亚洲。在日本，日元暴跌加剧了这个国家的经济萧条。日本债券的回报率一落千丈，和长期资本管理基金豪赌的方向完全相反。日本是东亚经济的基石之一，随着日本进口商缩减采购规模，整个地区的经济都蒙上了经济萧条的阴影。在印度尼西亚，卢布和危机之前相比已经跌失了85%的价值。在韩国，股市价值一天之内就狂跌了8%。投资恐慌情绪无处不在，每一天都会在新的市场中出现。

俄罗斯市场的狂风暴雨也在逐渐逼近。6月，高盛银行以5年期欧债方式为俄罗斯政府发行了12.5亿美元债券，利率只有12%。高盛的举动暂时消除了投资者的担忧，让他们感觉俄罗斯的问题正在得以缓解。但实际上高盛这样做的动机并不简单。首先，这笔交易让高盛赚到了几千万美元的发行费。其次，高盛持有2.5亿美元的俄罗斯流通贷款，发行新债券可以帮助俄罗斯政府及时偿还对自己欠下的债务。这家百年老字号的投行正准备向大众销售股票，为此必须想办法把俄罗斯贷款从账簿上勾销。计划在当年秋季上市的高盛，迫不及待地想要看到投资者对俄罗斯继续保持乐观情绪。只要对债券价格稍为加价，高盛就能很快把俄罗斯贷款这个包袱抛给广大投资者。[14]6月底，由于高盛、J.P.摩根和德意志银行联手发行的国债，外国市场开始抢购俄罗斯债券，一年期俄罗斯国债利率因此飙升到了90%。

美国也出现了经济放缓的迹象。股市波动突然放大，期权价格猛涨，隐含波动率增长了27个百分点，这些对长期资本管理基金来说无疑是致命的打击。由于做空股市波动率时定的目标很低，基金迅速出现巨额亏损。整体来看，基金6月份的投资亏损为10%，是成立以来表现最差的一个月。仅1998年上半年，长期资本管理基金就出现了14%的亏损。然而这一切只不过是个开始。

所罗门美邦的套利业务部也在巨额亏损。韦尔曾说过可以容忍这些高风险交易，但最终还是没有做到。1998年6月底，他决定撤销美国债券套利业务部，这个部门已经让他厌恶已久。也许有人好奇，当初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦尔为什么要收购所罗门兄弟债券公司呢？毕竟，谁都知道套利业务部是这个公司的摇钱树。无论如何，所罗门兄弟债券公司开始迫切希望清算资产了。问题是，这家公司和长期资本管理基金的交易头寸有很大程度的交叉重叠，这意味着它的抛售会使长期资本管理基金的投资陷入非常被动的局面。简而言之，这样做等于直接把这只基金推向万劫不复的深渊。梅里韦瑟万万没想到，他能战胜自己的老东家，却一不提防就被所罗门兄弟债券公司拉下了水。

和所罗门兄弟债券公司一样，长期资本管理基金也做空利率互换价差交易，这一价差源自标准和广泛使用的交易中应用的利率。互换利率是指用银行、保险公司和其他投资者在任意时点要求支付的固定利率，换取同意按LIBOR利率（伦敦银行间拆放款利率，一种短期银行利率）进行支付的承诺。但问题是LIBOR利率是浮动利率，谁也不知道它的未来走向是涨还是跌。通常，每个国家的利率互换交易都和该国的国债利率存在微小的价差。这样一来，互换价差就成了预示信贷市场信心的指示器。换句话说，这个价差意味着投资者为承担市场未来利率波动风险要求对方支付的费用。

在美国，1998年4月的互换价差为48个基点，从近期水平来看处于高位。（在20世纪90年代的大部分时间都低于35个基点，但是在1990年的经济危机中曾短暂达到84个基点的高位。）长期资本管理基金预计未来不会出现经济萧条，因此赌这一价差会逐渐缩小。[1]在欧洲，长期资本管理基金的投资情况略有不同。英国的互换价差为45个基点，而德国仅有20个基点，形成了很大的差距。尽管这种差距的形成有其经济原因，但在长期资本管理基金看来仍过于放大，因此合伙人在投资交易中也赌价差会逐渐缩小。

平心而论，这两笔互换价差交易都是相当理智的判断，但遗憾的是历史曾反复证明，没有任何市场投资是稳赚不赔的。诚然，互换价差市场的水很深，非常适合以模型方式指导交易，但问题是长期资本管理基金一如既往地把交易头寸放大到了令人不可思议的水平。当所罗门兄弟债券公司开始清算其互换价差业务时，长期资本管理基金顿时陷入两头亏损的境地。一方面美国互换价差扩大到56个基点，另一方面英国和德国的互换价差也在放大。

雪上加霜的是，所罗门兄弟债券公司退出美国债券套利市场的消息在7月得到盛传。《华尔街日报》在得到公司高层会议记录后，唯恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天下不乱地宣布："套利投资业务的机会将不复存在，取而代之的是市场风险和波动性的暴涨。"[15]很快，各大投资机构的交易员闻风而动，开始抛售利率互换产品和其他套利交易，以免被所罗门兄弟债券公司这部冲向深渊的过山车拖下水。

显然，长期资本管理基金的合伙人严重低估了市场第二大机构退出业务带来的严重性。他们还以为其他套利者会马上接盘，弥补所罗门兄弟债券公司造成的市场空缺。当时公司一位初级交易员曾向埃里克·罗森菲尔德提醒风险，但对方满不在乎地挥挥手，说合伙人见惯了这种情况，怎么处理心中有数。7月，瑞士银行完成对瑞联银收购之后，西西利亚诺去美国拜访梅里韦瑟，对长期资本管理基金的巨额损失大吃一惊。梅里韦瑟反倒相当自信，甚至可以说是长出了一口气，因为迟迟未来的基金"灾月"终于出现了。唯一令他感到不安的是基金在每一个市场的交易都在亏损，这无疑是梅里韦瑟始料未及的状况。不过他冷静地补充道，市场下跌会为基金带来低价建仓的机会，而且很快会出现大把新的交易机会。对长期资本管理基金极度担心的西西利亚诺马上通知瑞联银首席风险控制官菲里克斯·费舍尔，称如果该基金继续出现损失，瑞联银将会陷入巨大的风险。不过这两人并没有对银行高级管理层提出警告。

长期资本管理基金的清算代理行贝尔斯登银行，也对基金的亏损表现出浓厚兴趣。但是进入7月之后，基金又恢复了昔日的表现。贝尔斯登银行的迈克尔·阿利克斯称："我们可以看到这家基金每天的利润表，所以7月初就知道他们的亏损情况大大改善了。这些合伙人对市场模型重新进行了测试，得出的结论是6月是一个市场异常月份，这就是他们的解释。"

在向美林主管埃里森和基金其他重要合作伙伴解释亏损原因时，梅里韦瑟亲自出马了。他的解释总体上让人感觉比较放松。在致投资者的信中，梅里韦瑟表示"基金未来盈利形势十分光明"。[16]即使在高尔夫球场上，基金亏损也没有让梅里韦瑟感到垂头丧气。一位球友说他看上去完全"气定神闲"。

长期资本管理基金的信心持续，在新员工招聘方面表现得一览无余。作为一家极其热衷于新技术的公司，合伙人在当年夏季又招聘了八位软件专家，使基金的总员工数量达到190人的高峰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理基金曾削减部分投资，以便使整体业务与交易机会减少的当前市场环境相吻合。只不过它的抛售量实在太少了。虽然卖出了部分单向交易，但合伙人仍坚定地看好大量价差收敛交易，如股市波动率、利率互换和荷兰皇家/壳牌石油等交易，他们甚至还扩大了某些交易头寸。[17]总体上看，基金的资产规模从1340亿美元略微减少到1280亿美元，投资杠杆率不降反升，达到31倍。根据基金模型的计算，长期资本管理基金应当把每日交易额从4500万美元降低到3400万美元，这样才能有效避免亏损。[18]但是，如此评估风险实在太机械化。总而言之，这群合伙人还是根据市场以往的波动状况来预测未来走势——他们已经习惯利用后视镜来操控长期资本管理基金这架狂野战车了。

7月，市场形势依然混乱。在俄罗斯，由于投资者担心卢布贬值，短期债券的年收益率暴涨到惊人的120个百分点。全球投资者时刻不停地关注CNN和彭博社的相关新闻报道，他们认为俄罗斯市场存在问题，但没那么严重。一位俄罗斯官员的观察结论是，央行可以轻松关闭美元通道，阻止资金外逃。他说：“普通人并不在乎市场问题，只有一些对冲基金会受到重大打击。”[19]

说普通人不在乎，那是因为金融立法机构总是能够快速修补经济漏洞。7月，在美国财长鲁宾的敦促下，国际货币基金组织和多个国家共同出台了226亿美元的俄罗斯经济援助计划，似乎天底下根本没有它们解决不了的金融问题。（实际上，大部分援助资金都流进了俄罗斯政治寡头的腰包并转移到了国外。）接着，高盛银行开始游说投资者把手中的短期俄罗斯票据转换为20年期债券——仿佛未来20年的俄罗斯经济会像未来20周一样阳光灿烂。但是投资者已经不再分析俄罗斯的信用状况了，他们开始撤出这个市场。这种情况就像20世纪70年代末80年代初花旗银行董事长沃尔特·瑞斯顿对拉美市场贷款的情形一样，这位投资者认为主权国家不会出现金融违约，因此提出了“核武大国不会违约”的论断。

幸好，旅行者集团的韦尔和戴蒙与别人不同，意识到俄罗斯市场可能出现的问题。一位伦敦交易员回忆称：“韦尔不喜欢俄罗斯，说那是个无法无天的地方。”6月的时候，一位国际货币基金组织官员曾拜访所罗门兄弟债券公司，敦促它支持莫斯科方面，甚至对俄罗斯政府领导大加赞扬。国际货币基金组织莫斯科行动主管也旁敲侧击，向其保证山姆大叔绝不会让北极熊违约。但韦尔和戴蒙仍然觉得风险太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高，认为俄罗斯政府会出尔反尔。尽管热衷于地缘政治和俄罗斯事务，但韦尔始终认为让投行参与这个市场的赌博极不明智。

就这样，长期资本管理基金和所罗门兄弟债券公司对同一笔交易又形成了完全相反的看法。哈贾尼和霍金斯坚定地认为俄罗斯不会违约，这么大的国家怎么可能让自己的货币贬值呢？（当时很多经济学家都在向各大对冲基金兜售这种观点，其中也包括长期资本管理基金。）这家公司当然清楚，政府违约是有可能出现的，但是这群教授认为市场模型可以预测出违约带来的严重后果。[20]哈贾尼甚至认为这样做（利用模型分析）是理所当然的。他后来在说明投资组合时表示："我们必须根据以往经验进行判断，否则的话将寸步难行。"[21]但是计算机模型真的可以预测一个国家的行为吗？可以预测到它的市场表现，以及政府领导和立法委员的心理倾向吗？毫无疑问，俄罗斯绝不是长期资本管理基金尝试交易的理想实验目标。实际上，哈贾尼的个人成长经历早已证明了这一点。英国首相丘吉尔曾在1939年这样说过："我根本无法预测俄罗斯的行动，这个国家就像包裹了一层又一层的难解之谜。"1998年那场危机也是这样，俄罗斯的举动不但让所有经济学家大跌眼镜，就连格林尼治的计算机系统都始料未及。

对于各大银行利用历史数据预测市场未来的做法，美联储深知其危险性。在一封致银行的公开信中，美联储银监会官员警告称："银行必须抵制这种趋势……认为近几年异常良好的经济环境会无限持续下去。"虽然这封信关注的是商业贷款而不是资本市场，但它同样强调银行应考虑出现其他状况的可能性（如破产或违约），不能一味地假定未来市场会像现在一样不断延伸。[22]和这些忠告完全相反，美联储主席格林斯潘仍坚持自由发展衍生品市场的观点。7月30日在向农林部国会委员作证时，格林斯潘表示延伸品交易"可通过细致评估交易对手的方式有效管理信贷风险"。格林斯潘这番话的言下之意是，在他看来，美林或J. P. 摩根等银行会严格审查像长期资本管理基金这样的客户。遗憾的是，他的观点很快将被证明是大错特错。[23]

7月下旬，长期资本管理基金的投资表现再次滑落，从整月来看成绩平平。此时欧洲和美国股市出现猛涨。8月初，俄罗斯债券再次暴跌，市场盛传华尔街和对冲基金准备抛售。很快，抛售风潮蔓延到了东欧、拉美和亚洲市场。这一回，俄罗斯不淡定了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8月第二周，俄罗斯市场风云突起。8月13日，随着美元大量出逃，俄罗斯外汇储备锐减，预算严重吃紧，作为主要商品的石油的价格暴跌33%，政府不得不对卢布汇率进行管控。由于缺乏可靠和具备支付能力的银行，整个金融系统陷入瘫痪。莫斯科股票市场暂停交易，当日暴跌6个百分点，当年共损失75%的市值，短期借贷利率猛增至200%。长期资本管理基金持有的俄罗斯债券在不到两个月的时间里跌失了一半的价值，这些债券当初还是高盛加价卖给他们的。

尽管俄罗斯政府还在困兽犹斗，但实际上全世界都知道卢布必然要贬值了。就在此时，俄罗斯杜马，即议会下院，宣布拒绝国际货币基金组织提出的改革方案，然后全体议员就去度假了。就连俄罗斯政府央求杜马重新开会也遭到了拒绝。当时很多政府官员，包括总统叶利钦在内全都在海边度假，丢下偌大的国家自己去舔伤口。难道这些计算机模型也能预测得到这些？

在美国和欧洲，接连不断的负面消息让市场感到不寒而栗：俄罗斯危机、亚洲疲软、伊拉克拒绝接受全面武器检查、人民币可能贬值、克林顿总统到国会作证（说明和白宫实习生莱温斯基的关系）……国际投资者完成对俄罗斯和亚洲市场援助之后，开始大量买入国库券以抵御风险。30年期国库券的收益率创下历史新低，仅为5.56个百分点。

受此影响，信贷价差继续扩大。自4月份债券套利出现高位以来，A类债券对国库券的价差从60个基点增至90个基点。美国利率互换价差也在扩大。整个华尔街所有投行都在削减套利交易规模，资金像亚洲危机时那样如洪水般逃离债券套利业务。一开始，美联储对这一趋势还表示支持。原来的市场形势是价差太小，信贷环境过于宽松，但现在随着俄罗斯市场的崩溃，美联储的神经也开始紧张起来。

整个8月，长期资本管理基金都在亏钱，这让他们有些心慌了。基金合伙人意识到不能再对华尔街保持冷淡态度了。鉴于所罗门兄弟债券公司的交易清算对他们非常不利，哈贾尼提出以20亿美元全盘接下这家公司的所有交易，这样相当于是给自己止损。但是所罗门兄弟债券公司认为这是个笑话，长期资本管理基金哪来的资金接盘？尽管如此，他们还是为形势的逆转感到沾沾自喜，现在终于轮到你们的基金看别人的脸色了。为此，基金首席财务官罗伯特·舒斯塔克不得不每天从贝尔斯登银行打来电话询问进展。很快，J.P.摩根听说长期资本管理基金在清算交易，至少是有此打算。雷曼兄弟银行也得知了这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

消息。以前长期资本管理基金根本看不上这家小型投行，现在却不得不对雷曼兄弟银行示好了。雷曼兄弟银行固定收入部主管杰弗里·范德比克回忆称："他们想和我们多做业务，我记得那时他们周转资金不足，急需借贷融资。"随着回购贷款的延期偿付和积压，包括雷曼兄弟在内的华尔街各大投行纷纷转变态度，开始要求长期资本管理基金支付前期保证金了。

仿佛突然意识到当前形势对个人生活的影响，基金合伙人们开始急忙联系自己的资产顾问和律师。来自伦敦的合伙人汉斯·哈弗施密德娶了一位来自加州的太太，两人正准备在马里布购买一栋房产，但是对基金的大量举债投资让他感到有些犹豫。最终凭借个人预感，哈弗施密德决定放弃购买房产。迈伦·斯科尔斯倒是在旧金山买了一栋四层楼的房产，供未婚妻居住。这栋房产位于拉什希尔区，有挑高的客厅和俯瞰渔人码头的大阳台，总价值650万美元。[24]当时，斯科尔斯已经把个人投资从基金中全部撤出了。实际上此时基金的亏损才刚刚开始，根本算不上严重。

8月中旬，依旧自信的梅里韦瑟开始了中国之行。基金合伙人觉得没理由不乐观，毕竟债券价差已经如此放大，他们认为接下来肯定会出现缩小的趋势。但是他们的乐观情绪并没有持续多久。8月中旬，长期资本管理基金大举投资俄罗斯市场，此前他们已经持有一些经过对冲和未经对冲的俄罗斯债券。就在全世界都对俄罗斯持观望态度，当这个国家的金融系统一片混乱、政府管理陷入停顿的时候，哈贾尼和曾担任过斯坦福教授的研究员艾曼·欣迪却在大肆购买俄罗斯债券，自信得就好像他们在这个谜一样的国家拥有里应外合的内线一样。到了这一步，无论是诺贝尔奖还是这群教授的学位已经都不重要了，他们的行为无异于掷骰子的赌徒。长期资本管理基金一位交易员称："我们这是铤而走险，在做多俄罗斯市场这条路上一条道走到黑。"听到这番话，另一位员工说："这可绝对不是我们的投资风格。"

[1] 英国政府很少发行国债，结果导致政府利率降低，价差扩大；反之，德国政府大量举债，结果导致价差缩小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第8章　全面溃败

问题的关键在于，长期资本管理基金引发的灾难是一起不幸的独立事件，还是布莱克-斯科尔斯模型的缺陷导致的不可避免的后果，让每一个市场参与者都天真地认为可以同时对冲所有投资风险？

——诺贝尔经济学奖获得者　默顿·米勒

从1998年8月中旬开始，长期资本管理基金就一直厄运连连。正如所有基金或资本主义企业一样，这样的灾年迟早都会出现。尽管如此，基金的声誉及其资本并未受到很大冲击。其整体表现依然光彩夺目，公司名号在金融界被传为美谈。长期资本管理基金在美国大众中并不知名，这一点正是梅里韦瑟及其合伙人所希望的，也是他们乐意维持的一贯形象。他们从未想过在任何重大历史事件中发挥关键作用，更不愿看到自己的财富出现激烈变化。然而事情的发展总是出人意料，谁也想不到历史的未来究竟会怎样展开。那年夏末，当华尔街精英们都在汉普顿度假时，这群合伙人可以说是全美国最有潜力、最为成功和最受尊敬的投资者了。他们的基金共有36亿美元资本，其中五分之二属于合伙人个人。可是谁又能想到，这些巨额资金会在短短的5个星期里亏个精光呢？

8月17日，周一，俄罗斯宣布暂停偿付债务。政府决定用卢布向西方债券持有人偿付债务。此外，政府还放弃了在海外市场维持卢布价值的努力。简而言之，俄罗斯货币贬值了——至少对其所借外债而言，这个核武大国曾经信誓旦旦地承诺，但现在违约了。仿佛是要一赖到底，俄罗斯表示暂停偿付的范围适用于135亿美元的卢布债务。这样做无异于是打破游戏规则，就连深陷债务危机的拉美国家都知道，政府信誉等同于一个国家在国际上的价值——但俄罗斯已经全然不顾了。

消息传来，国际市场一片沉默，至少一开始是这样的，各国都不知该如何反应了。随即，墨西哥和巴西的债券市场暴跌，日本股市和各新兴市场走低，但道琼斯工业股指上涨了近150点。自1929年已形成危机公关传统的美国银行界迅速宣布，俄罗斯违约不会对自己的表现造成重大影响。大通曼哈顿（该银行股价在6周后暴跌50%）首席信贷官罗伯特·斯特朗向华尔街安全分析员自信地表示：“我不认为俄罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯对大通或其他美国银行是什么大问题。”[1]确实，如果从整体债务规模来看，俄罗斯的确不是什么大问题，也就和委内瑞拉的负债水平差不多。

只不过俄罗斯可不是委内瑞拉。都说核武大国不会出现金融违约，可俄罗斯却出现了，这种情况的发生无疑为市场带来了非常恶劣的影响。投资者已经习惯性地认为市场只要出现问题，国际金融机构就会组织救助，但这一次让他们大跌眼镜了。这一次国际货币基金并没有行动，美国财长和西方七国首脑集团也没有援助。国际货币基金前高级官员莫里斯·高德斯坦称：“这一次，国际货币基金和七国首脑集团拒绝救助俄罗斯。”[2]这一决定带来的影响就像西伯利亚寒流一样迅速波及全球市场。俄罗斯政府违约打破了投资者的美梦，他们终于意识到市场没有永远的保障。自美国组织救助墨西哥经济危机之后，市场不断高涨的期望就像越吹越大的泡沫，这一次终于被无情地刺破了。[3]很快，投资者们逐渐意识到没有一个新兴市场是安全可靠的。

俄罗斯政府宣布违约3天后，周四，全球市场陷入低迷。东欧和土耳其债券市场疲软，加拉加斯股市暴跌9.5个百分点，委内瑞拉民众陷入恐慌，开始抢购美元。巴西股市下跌6个百分点，德国股市下跌2个百分点——俄罗斯危机已经蔓延到了世界各地。

此时的投资者不但在逃离新兴市场，同时也在逃离任何存在潜在风险的市场。他们的恐慌表明，亚洲风暴从未远离过国际市场。作为信贷市场指示器的互换价差，像是发了高烧一样向上猛蹿。英国巴克莱银行命令交易员退出做空利率互换交易，和长期资本管理基金一样，就连这些交易员也认为当前的价差水平高得吓人。[1]显然，巴克莱放弃交易的决定只会进一步推高市场价差，但银行管理层已经顾不了这么多了，他们只想退出市场，哪怕为此要承担风险。

8月21日，周五，市场中所有交易员都准备退出了。亚洲和欧洲股市暴跌，道琼斯股指当天上午下跌280点，下午又收复失地。短短的一天之内，巨大的市场变动就让长期资本管理基金损失了数千万美元。

信贷市场的问题更加严重。国库券交易开始升温，但推动交易的原因是投资者的恐慌情绪，因为购买国库券要比其他信贷产品更为安全。几个月前他们还搞不清楚市场到底存在什么风险，但现在人人都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开始谈信贷危机了。曾经多姿多彩的投资世界，如今在俄罗斯违约、日本股市暴跌和克林顿丑闻等各种消息的打击下，突然变得苍白乏味起来。无论哪一个市场，投资者只求最有保障的债券。在美国，30年期国库券受到热捧；在德国，10年期国债供不应求。无论在世界哪个角落，人们都在抢购安全债券（低收益债券）、抛售高风险债券（高收益债券），结果推动债券价差进一步扩大。每一分钟，长期资本管理基金都会出现数百万美元的损失。

在那个8月的某个周五，长期资本管理基金在格林尼治的办公室里没有几个人，大部分高级合伙人都出去过周末了。这是一个闷热的早上，员工们显得无精打采。詹姆斯·麦肯蒂，这位力谏合伙人而不得的“酋长”在公司留守。负责为基金开发市场模型的比尔·克拉斯科正紧张地关注市场变化，鼠标在显示屏上不停地点来点去，从政府债券到抵押债和外国债券，每一个信贷市场都没有落下。当看到美国互换价差的报价时，克拉斯科大吃一惊。他知道在相对活跃的市场交易日中，美国互换价差的变化最多不过1个基点。但是这天上午的互换价差波动范围竟然超过了20个基点，最终达到令人不可思议的76个基点，比开盘时高出了9个基点，和4月时的48个基点相比几乎高出了一倍。英国市场的情况也差不多，互换价差猛增至62个基点，比7月高出12个基点。

克拉斯科感到难以置信，他叫来交易员马特·赞姆斯和回购融资业务员麦克·赖斯曼，急不可耐地公布了自己的发现。两人面面相觑，心中不由地暗暗叫苦。这些交易员从没见过这样的波动范围。诚然，这种情况在1987年和1992年也曾发生过，但那时长期资本管理基金还没有建立起相关市场模型。对这只基金来说，这种情况简直是百年一遇，从实际操作角度来说是根本不可能出现的[4]——当然也是毫无准备的。很快，一位分析员打电话给在家休息的交易员：“你猜今天的互换价差是多少？”在得知答案之后，在家这位毫不犹豫地说：“少瞎说，怎么可能这么高？”

那个周五，长期资本管理基金投资的所有业务都在亏钱。信贷价差变得越来越大，抵押债价差从几周前的107个基点涨到121个基点，垃圾债券价差从269个基点涨到276个基点，非流动国库券价差从8个基点涨到13个基点。虽然这些变动从绝对值上来看十分微小，但长期资本管理基金极高的杠杆和巨额交易头寸使其损失成倍地放大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即使在看似毫不相关的市场中，长期资本管理基金也备受打击。它持有的高风险俄罗斯和巴西债券价格暴跌，下跌程度超过那些基金用来对冲风险的较为安全的俄罗斯和巴西债券的卖空行情，因此根本没有达到保值的作用。可以说，这一天的行情无论在哪个市场对这只基金来说都极不顺利。长期资本管理基金曾毫无把握地投资讯远通信和泰乐电信兼并交易案，甚至在讯远股价相距收购价格不到25美分时还继续持有其股票。就在8月21日那个周五，这起收购案突然宣布推迟，讯远股价应声狂跌25.5美元，直至每股31.25美元，导致长期资本管理基金损失1.5亿美元。几年前罗森菲尔德就曾警告称风险套利业务就像是在轰轰作响的推土机前捡硬币，这回可让他说中了。

四面八方而来的坏消息出现得如此之快、如此之沉重和如此之出人意料，以至于基金合伙人感觉天都塌了下来。他们突然对局面失去了控制，仿佛科学女神被驱逐，基金命运受到了恶魔统治一样。在格林尼治，员工们连夜呼叫合伙人从世界各地赶回来。在意大利的哈贾尼马上回到了伦敦；埃里克·罗森菲尔德刚刚准备开始享受为期两周的度假，第二天就回到了纽约。梅里韦瑟人在中国，接到合伙人电话时他正在北京参加晚宴，也是第二天就飞回了美国。回美国之前，梅里韦瑟给乔恩·科尔辛家里打了个电话，这位高盛银行的首席执行官是长期资本管理基金的重要交易伙伴，他说：“基金的投资出现了很大问题，不过我们的合作没有问题。”[5]

可是，怎么可能没有问题呢？根据长期资本管理基金的模型计算，任何交易日都不可能出现超过3500万美元的亏损，可就在刚刚过去的周五，他们一天就损失了5.53亿美元，相当于15亿美元的股本凭空蒸发。年初时基金拥有的46.7亿美元资产，现在只剩下29亿美元了。自从4月底以来，基金已经损失了超过三分之一的股本。

出于对重要客户巨额亏损的担心，贝尔斯登银行负责监督信贷风险的主管迈克尔·阿利克斯连忙拜访长期资本管理基金首席财务官罗伯特·舒斯塔克。舒斯塔克不紧不慢地核对了一下基金的现金流状况，这让阿利克斯感到非常惊讶，想起了几周前和这位财务官以及基金合伙人见面时的情形。他心想：“这帮人真不愧是面无表情的赌徒，都这时候了还如此镇定。”[6]

市场惨败两天后，8月23日，周日，合伙人们早上7点聚集在了公司会议室。在办公室巨大的玻璃和花岗岩幕墙外，喷泉的水柱高高跃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起，在铜制鱼鹰雕塑前落下。或许是因为前车之鉴，梅里韦瑟叫来了公司律师詹姆斯·理查兹，负责提供法律建议和记录会议内容。由于深受莫泽尔事件的伤害，梅里韦瑟深知会议内容一旦曝光，寻求法律建议就将为时太晚。从这个周日之后，每次合伙人聚会碰头，这位拥有宾夕法尼亚大学、约翰霍普金斯大学和纽约大学三重学位的律师几乎都会在场。

主管各项业务的交易员开始向梅里韦瑟汇报情况，希利布兰德谈的是风险套利业务，霍金斯谈的是巴西债券，莫迪斯特谈的是股权交易，哈贾尼（在伦敦参加电话会议）谈的是英国利率互换业务和皇家荷兰/壳牌石油交易案。令人不安的是，交易员们表示无论哪一个市场都没有人和长期资本管理基金交易，尽管基金业务看起来依然十分稳健。来自东京的合伙人也传来了同样的消息，市场里根本没有买家，也就是说没人接盘了。[7]在这种情况下，不推动市场，长期资本管理基金根本不可能摆脱规模如此巨大的交易。合伙人原以为其他套利交易者会和他们一样意识到价差扩大带来的潜在投资机会，但市场里没人接盘买入让他们感到十分困惑。[8]就像在战场上缴了投名状的将军一样，他们发现已经毫无退路了。

出于投资者的本能，梅里韦瑟和其他高级合伙人想到的解决办法是：筹措新的资金作为缓冲，等待市场形势出现好转。他们确信价差最终肯定会回落，就像梅里韦瑟刚出道时大胆豪赌埃克斯坦交易案那时一样。这一成功可以说是奠定了梅里韦瑟一生的职业方向：坚定不移地赌市场价差回归正常水平。

但是股本的损失使长期资本管理基金的交易杠杆变得越来越危险，因为杠杆越高，损失速度就越快。为了降低风险，合伙人必须卖出部分债券。可是谁会买呢？眼下每一个投资者都想要低风险的安全债券，而长期资本管理基金持有的都是高风险债券。或许兼并套利业务值得考虑。截至目前，基金在这个领域的投资总额已达到惊人的50亿美元，[9]其中包括花旗/旅行者集团以及世通/世界电信交易案（世界电信是继世通失败后成功收购英国电信的公司）。这些合伙人认为，这些兼并交易大部分都会顺利通过（事实也的确如此）。但问题是这项业务在基金的投资组合中所占的比例并不大，算不上核心业务。如果这些交易也像讯远通信那样以失败告终，那么长期资本管理基金将会出现超过5亿美元的损失，这个风险实在是令人无法承受。[10]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当天晚上，罗森菲尔德飞往奥马哈拜访巴菲特。巴菲特对罗森菲尔德印象不错，因为他在莫泽尔事件发生后努力帮助所罗门兄弟债券公司摆脱危机，极大地恢复了企业的往日声誉。罗森菲尔德觉得把基金的兼并套利业务卖给巴菲特是最好不过的选择，这位亿万富豪不但拥有同等规模的投资，而且以前从事过风险套利交易。再加上当前市场价差的放大，这些交易的收购价格将非常诱人。

巴菲特听得十分专注，但是他很快表示已经很久没从事过兼并套利交易了，而且不打算继续这项业务。说完，他又大方地询问在其他方面是否需要帮忙。

就这样，罗森菲尔德吃了个闭门羹。[11]

第二天，8月24日，合伙人开始四处打电话借钱了。鉴于他们的资深人脉关系、成功投资记录和耀眼的明星光环，当代财富圈对他们几乎人尽皆知。霍金斯通过朋友联系上乔治·索罗斯的量子基金，为梅里韦瑟、索罗斯及其战略投资顾问斯坦利·德鲁肯米勒三人安排了一次早餐见面会。索罗斯身上具有浓厚的东欧气质，让人感觉拘谨而呆板，似乎随时准备和你长篇大论地探讨哲学，整个人看起来就像一只灰白色的猫头鹰。梅里韦瑟则不同，他待人接物十分随意、不摆架子，具有典型的美国中西部特征，看起来就像路边商店的小掌柜。同样，这两人在投资方面的操作风格也迥然不同。长期资本管理基金认为市场是稳定的系统，其中的价格会围绕一个核心在理性范围内上下波动。索罗斯对此却有不同的看法，[12]他认为市场是有机的和无法预测的，与各种事件相互作用并做出相应的体现。索罗斯认为市场并不是乏味或抽象的系统，他对梅里韦瑟说："你们提出的钟形曲线是错误的，市场中肯定存在依靠历史经验无法预测的无关现象。"量子基金刚刚在俄罗斯出现了20亿美元的损失，这个案例就是索罗斯所说的钟形曲线之外的无关现象。

梅里韦瑟冷静地向索罗斯游说，称长期资本管理基金投资的市场很快就会恢复正常，现在正是资金宽裕者的投资良机。索罗斯听了无动于衷，倒是旁边的德鲁肯米勒向梅里韦瑟提了不少问题。他意识到，这可能是帮助索罗斯打一个翻身仗的机会。这时，索罗斯突然提出在8月底之前，也就是一周后，向长期资本管理基金投资5亿美元，条件是这只基金必须在截止日期之前再筹集到另外5亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此时罗森菲尔德也联系上了J.P.摩根，这家银行一直渴望和长期资本管理基金建立更为密切的合作关系。得知情况后，J.P.摩根派出了两拨人了解这只基金的交易状况，一拨精通债券业务，另一拨擅长股权交易。此后，这两家公司一直都在商量如何拯救基金的各项投资业务，几乎从未间断过。[13]在此过程中，长期资本管理基金自然会向J.P.摩根董事会副主席罗伯托·门多萨求助。同样作为该基金的合伙人，门多萨对其他合伙人很熟悉，特别是默顿、马林斯和罗森菲尔德等人，但是他对基金当前的危险处境却毫不知情。罗森菲尔德对门多萨说："我们遇到了大麻烦，需要一大笔钱"——他的直言不讳让门多萨大吃一惊。在这种情况下，门多萨当然想多了解一些基金的投资状况。梅里韦瑟让希利布兰德向其说明利率互换的业务规模，但极具戒备心的希利布兰德拒绝这样做。此时的希利布兰德几乎声泪俱下，一再解释为什么不能透露投资规模。这位数学天才对市场模型如此信任，以个人名义借贷巨额资金投入的交易现在马上就要土崩瓦解了。毫无疑问，希利布兰德已经难逃个人破产的厄运。他肯定没想到，自己的离谱错误竟然会造成如此可怕的后果。

为了挽救大局，这一次梅里韦瑟没有再纵容，要求希利布兰德必须向对方透露一些交易信息。即使极不情愿，希利布兰德也只能如此。门多萨不愧为这群合伙人的老友，很快承诺J.P.摩根（或其客户）可为基金提供2亿美元的贷款。现在，长期资本管理基金还需要筹集3亿美元，要实现这个目标似乎不算很难，基金律师理查兹甚至开始起草相关文件了。

8月25日，周二，梅里韦瑟又拜访了两位同行。第一位是美林银行总裁赫伯特·埃里森。平时两人见面总是聊周末去沃特维尔打球的事，不过这一次可没这样的安排了。梅里韦瑟透露基金的资本已亏损至27亿美元，不过他强调流动性不是问题，基金的流动性十分充足。实际上，他的话无论多诚恳也不足以掩饰基金过度杠杆的巨大风险。但梅里韦瑟依然相信自己的模型，这些模型依然闪烁着牛市的信号。

紧接着，梅里韦瑟话锋一转，称长期资本管理基金月底要向投资者汇报损失情况，如果此时能吸引到新的投资会让大家比较安心。然后，他又开始描述当前对基金进行投资的美好未来。言谈中，梅里韦瑟暗示基金已经争取到了一位重量级投资者，埃里森猜测此人多半是索罗斯。最后他建议道，或许美林银行也能加入这个行列，承诺在8月底之前为基金投资3亿~5亿美元。虽然对梅里韦瑟很有好感，但埃里森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还是觉得这个投资邀约来得有点奇怪。再说，一周之内筹集这么多资金也不是件小事。

梅里韦瑟拜访的第二个人是所罗门美邦母公司，旅行者集团的总裁杰米·戴蒙。他建议，与其两家公司在清算套利交易方面斗得不可开交，为什么不把长期资本管理基金的投资组合和所罗门兄弟债券公司套利交易部的剩余业务结合起来一并管理呢？从某种程度上说，这样做颇有点回归老东家的意思。除了梅里韦瑟之外，其他几位合伙人也先后拜访过所罗门兄弟债券公司，希望能从昔日老友这里争取到资金。他们表示长期资本管理基金需要筹集10亿美元，这个目标已经快要达成了。

遗憾的是，长期资本管理基金的投资形势不但没有好转，反而在加剧损失。市场表现对这只基金依旧不利，周一抵押债价差扩大了4个基点，周二扩大了6个基点，8月26日周三又扩大了3个基点。垃圾债券价差暴涨25个基点。随着时钟滴答作响，长期资本管理基金每一秒钟都在加速资本流失，其亏损速度已经超过了新资金的募集速度。面对无尽的损失而毫无任何招架之力，基金的交易员们一个个都目瞪口呆，形势就像步兵被骑兵围歼一样绝望。一位交易员说：“这实在是太奇怪了，我们每天都在上亿美元地损失，跌势根本停不下来。”长期资本管理基金已经开始大出血了。

长期资本管理基金必须想办法降低交易头寸，但问题是在当前的市场形势下它根本做不到这一点。尽管衍生品交易增长率被吹得神乎其神，但整个信贷市场却毫无流动性。的确，当人人都想逃离市场时，哪里还会有流动性呢？这一点恐怕是数学天才们的模型没有预料到的。当损失加剧时，像长期资本管理基金这样过度杠杆的投资者就会被迫卖出债券，以免造成破产。如果你抛售债券的市场根本没有买家，价格就会跳跃到钟形曲线之外的极端值。举个例子来说，新闻集团的公司债券一直以高出国库券110个基点的收益率进行交易，最近却奇怪地暴增到180个基点，但这家公司的盈利前景却没有出现丝毫变化。长期来看，这样的价差水平显然是非常荒谬的。但在长期资本管理基金看来，这却是高杠杆投资难得一遇的机会，怕只怕他们不能坚持到价差回落的那一天。

在美国金融市场，8月底总是缓慢难熬的时光，这一年的8月尤甚，债券市场的交易活动完全销声匿迹。新债券发行市场彻底干涸，计划好的新发债券被迫取消，这也不难理解，因为市场里根本没有买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家。小型投资者、跟投机构、概念型对冲基金、套利交易新手，以及欧洲小型交易机构，全都一窝蜂地退出了价差交易市场，或是撤出了自己的投资资金。[14]

惊觉于客户的巨额亏损，各大银行终于开始收紧对对冲基金的信贷。信孚银行对冲基金主管史蒂夫·弗瑞德海姆开始要求追加保证金了。他手下的贷款员一改昔日面孔，以前是满脸堆笑地求着客户贷款，现在则是不追加保证金根本不贷给你。弗瑞德海姆惊恐地发现，手中债券的价值正在疯狂贬值，和支付出去的贷款相比简直一文不名。由于很多债券无法销售，他开始抛售其他信贷，如巴西、土耳其、泰国和美国的抵押证券和高收益债券。现在，卖什么已经无关紧要了，能卖出去就谢天谢地了。在这种情况下，资金纷纷从高风险资产流向低风险资产，而根本不考虑这些资产的标的价值。从某种程度上说，弗瑞德海姆的抛售恰恰加剧了市场的波动。放眼整个华尔街，何止有成百上千的弗瑞德海姆同样在抛售，结果就像默顿的父亲所说的那样，市场危机变成了自我实现预言——大家都在喊狼来了，结果狼真的来了。随着资产价格的下跌，各大银行纷纷远离对冲基金，而银行越是远离，损失惨重的对冲基金就不得不越发加大债券抛售力度。

斯坦福·韦尔根本不想和长期资本管理基金或其他从事套利交易的机构建立伙伴关系，他告诫手下马上降低在对冲基金方面的交易头寸。在交易员清算资产的同时，所罗门兄弟债券公司也在从俄罗斯债券套利交易的损失中逐渐退出相关业务。据说韦尔要求手下员工把所罗门兄弟债券公司合作的对冲基金数量从500家缩减至20家！韦尔的老友巴菲特也在密切关注手下员工，要求他们搜集有关伯克希尔-哈撒韦公司和对冲基金交易的一切细节信息。巴菲特是一个非常善于在市场危机中本能抓紧公司现金流的投资者，他很想知道公司旗下的保险机构有没有在利率互换交易中获得足够多的资产做担保。[15]

高盛银行也对利率互换业务的风险敞口感到担心，特别是和长期资本管理基金的巨额交易。梅里韦瑟从北京打来的电话让科尔辛大为震动，他回电警告称：“你们基金透露的交易信息太少，这样对你们的信贷很不利。”高盛试图从这只神秘的对冲基金那里获得更多的交易信息，但合伙人依然不愿透露，希望继续像以前一样进行合作。遗憾的是在当前市场形势下，无论合伙人愿不愿意，他们的基金现在都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经没有讨价还价的余地了。面对高盛和其他银行的压力，长期资本管理基金的交易头寸开始逐渐浮出水面。

8月26日，周三，美林银行总裁埃里森给梅里韦瑟回电，表示无意投资长期资本管理基金。半信半疑的埃里森补充道：“我不太清楚你筹钱的目的到底是什么，不过看起来你们好像出了大问题。”

此时离索罗斯要求的筹款截止日期还有5天，市场形势依然在恶化。股市波动率再涨两个百分点，达到29个百分点。拉美地区债券市场继续走低。面对连连出现的凶兆，西方各大银行不得不承认投资俄罗斯市场出现的重大损失。瑞士信贷第一波士顿银行和纽约共和银行都曾争先恐后地投资这个新兴的资本主义国家，如今却只留下惨不忍睹的账面损失。来自佛罗里达西棕榈海滩的第三海外投资公司（III Offshore Advisors）是一家专做卢布债务的机构，公司推出的高风险机会基金（真是名副其实）最终落得倒闭惨败的下场。消息传来时，美联储纽约分行行长威廉·麦克唐纳正在怀俄明州的杰克森霍尔，参加美联储每年夏末组织的度假活动，结果被迫匆匆赶回。面对徘徊不去的熊市，麦克唐纳哪里还有心思猎鹿？

失望之余，梅里韦瑟和罗森菲尔德又给巴菲特打了个电话。[16]长期资本管理基金的不少合伙人对巴菲特都耿耿于怀，认为他不应当把梅里韦瑟赶出所罗门兄弟债券公司。他们讨厌这个亿万富豪的长篇说教，特别是他对学术模型的不屑一顾。在巴菲特看来，这些投资手段远不如买入和持有优质普通股来得可靠。[17]我们在前面提到过，这帮合伙人甚至卖空巴菲特控股的伯克希尔-哈撒韦公司，这笔套利交易让他们损失了1.5亿美元。尽管如此，巴菲特和这些合伙人仍彼此十分尊重，认为对方是很有天分的投资者，只不过是投资策略有所不同。现在长期资本管理基金迫切需要新的资金，在美国除了比尔·盖茨，还有谁比巴菲特更有钱呢？

巴菲特同意和希利布兰德见上一面。8月27日，周四，希利布兰德飞往奥马哈赴约，此时基金的资本只剩下25亿美元了。当天的《纽约时报》哀叹：“华尔街的市场动荡堪比有史以来最惨重的金融风暴。”[18]尚在飞行途中的希利布兰德得到消息，东京股市下跌3个百分点，达到12年来的最低点。时任日本财务大臣的宫泽喜一表示：“当务之急是要稳定市场情绪，避免出现恐慌。”[19]当日，俄罗斯股市暴跌17个百分点，和年初时相比出现了84%的跌幅。实际上，这一天全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场都在下跌，伦敦下跌3个百分点，西班牙下跌6个百分点，巴西下跌10个百分点。

美国市场也在和全球同步下跌，道琼斯股指下跌4个百分点，达到357点。由于担心出现全球性经济衰退，大宗商品价格跌至20年来的最低点，以至于次日的《华尔街日报》称其为史无前例的“全球性追加保证金”。[20]此时的投资者人人自危，都想把本金捞回来。俄罗斯市场的愚蠢投机犹如玩火自焚，导致投资者极度厌恶任何形式的风险，就连市场的理性波动也会让他们草木皆兵。长期国库券收益率跌至5.35个百分点，达到林登·约翰逊就任美国总统以来的历史最低点。A类信贷（福特汽车公司在全球发行的蓝筹股）收益率比国库券高出115个基点，实际上福特公司的债券也不见得比4月份时更安全，那时的交易价差只有60个基点。一时间，全球投资者都在寻找安全港湾。更重要的是，他们希望获得低风险债券提供的安全感，无论为此需要付出多大的代价。

在机场接到希利布兰德之后，巴菲特带他来到自己的办公室。办公室位于一栋高楼上，街对面是一家比萨店。希利布兰德一如往常，开诚布公地说明长期资本管理基金的损失状况，整个人高度镇定，他不想让巴菲特感到绝望的气息。这位交易员详细介绍了投资组合出现的严重亏损，同时强调扭亏为赢的机会就在眼前——鉴于高企的个人负债水平，他也只能这么说了。希利布兰德表示现在基金急需筹钱，因此可以把投资管理费降低到原来一半的水平。

对于巴菲特来说，这个条件可不够诱人。在他看来，长期资本管理基金的管理费实在是高得离谱。[21]不管怎么说，至少他现在没有兴趣投资这只基金。于是，巴菲特客气地表示了拒绝。

离开巴菲特的办公室，希利布兰德打电话给格林尼治时，市场情况更糟了。这个周四，长期资本管理基金一天就损失了2.77亿美元，出现自成立以来的第二大单日亏损，基金股本跌至22亿美元。在过去四年中，这帮天才大脑曾经比华尔街任何公司赚钱都更多更快。现在形势的逆转就像恐怖片里的倒叙镜头，基金亏损起来的速度更是令人胆战心惊。就在这时，让人不可思议的事情发生了。8月28日，周五，长期资本管理基金竟然盈利了。随着信贷价差的缩小，基金一举获利1.28亿美元。这可是几个月来首次出现重大盈利，合伙人不由得又燃起了希望，似乎苦苦期待的行情马上就要回归了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可就在这时，合伙人又出现了新的麻烦。除了问题重重的基金，他们个人参股的长期资本管理公司正在面临严重的现金流问题。长期资本管理公司从富利银行、里昂信贷银行、大通曼哈顿和劳埃德银行共借贷了1.65亿美元资金。8月底，这几家银行（特别是富利银行）非常担心基金的惨重损失会导致这家公司违约，因此集体提出了马上偿贷的要求。长期资本管理公司哪里有钱还贷？借来的资金大部分都投入基金中，为合伙人增加投资杠杆了。实际上，这家公司几乎已经濒临破产了，如果这个消息传出去，公司和基金都会踏上万劫不复的毁灭之路。

这让很多合伙人开始担心起个人负债问题了，汉斯·哈弗施密德建议基金可以卖出部分股份以便偿还银行债务。但是律师理查兹警告称，如果合伙人此时把钱撤出而不允许外部投资者这样做，事情败露之后下场会非常难看。梅里韦瑟可不想再次接受证券交易委员会的调查，所以对律师的意见表示同意。再说，如果合伙人此时撤出资金，自己还怎么游说新的投资进来呢？无论如何，合伙人的个人投资现在都必须按兵不动。

长期资本管理基金的现金流问题也让人头疼。随着8月临近结束，基金清算代理行贝尔斯登给合伙人带来的压力与日俱增，它们对长期资本管理基金的股本损失感到非常不安。正所谓搬起石头砸自己的脚，由于希利布兰德一贯强硬的谈判态度，基金始终没有和贝尔斯登签订清算协议，这意味着贝尔斯登有权随时终止这只基金的交易清算。精明无比的希利布兰德绝对没想到，现在轮到长期资本管理基金看贝尔斯登的脸色了。

要想腾出现金流有一个办法，即把基金分布在不同银行的交易进行配对，然后放在同一家银行。因为行事隐秘，华尔街没有一家银行清楚这只基金的交易全貌，谁都不知道它跟自己达成的交易是在哪一家银行进行风险对冲的。这样造成的问题是，现在大家都怕被拖下水，于是全都要求长期资本管理基金支付更多的交易保证金。这个想法虽然可行，但是操作起来却根本无法实现，因为基金在各家银行的单笔交易加起来足足有6万多笔，这要如何下手？[22]

说到这件事，他们也是聪明反被聪明误，如果当初不是希利布兰德坚持把各家银行都蒙在鼓里，现在也不会遇到要对交易进行配对的麻烦。随着基金表现日益走强，希利布兰德和其他交易员逐渐从行事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

隐秘变得傲慢自大起来，谁能想到他们的小聪明会酿成今天的大问题呢？这下可好，长期资本管理基金要反过来低三下四地求当初自己看不上眼的银行了。此时的合伙人不由地暗自懊恼，后悔没有听从“酋长”的反对，把27亿美元的股本退回给外部投资者。更让人懊恼的是，当初竟然是他们逼着这些投资者把这笔巨资拿回去的！如果这些钱还在，眼下的问题马上就可以得到解决。只不过，现在这些投资者已经不再青睐长期资本管理基金了，谁还会来上赶着再次投资呢？再说，这些银行（以前退出的投资者）自己也被巨大的市场压力压得喘不过气来，哪里还有心思帮别人摆脱困难？简而言之，这实在不是个借钱的好时机，在你最需要资金的时候，最有可能帮上忙的（对长期资本管理基金来说只剩下索罗斯和一些投行机构了）都是些过河的泥菩萨——自身难保。

至此，合伙人们开始感到希望渺茫了。他们精心设计的风险管理实验，先不说盈利状况如何，马上就要以失败告终了。罗森菲尔德坦言：“8月底我们已经彻底绝望了。”如此低三下四地求人而被拒，这种羞辱让他们感到难以置信和痛苦无比。如果不是当初财富来得太快，或许他们也不会卷入这么大的麻烦当中。基金最晚加入的合伙人莫迪斯特暗自叹息这个身份还真不如不要得好。

仿佛是绝望情绪的另一个征兆，合伙人们开始手忙脚乱地保全个人资产了，以免基金的惨败殃及自己最后的身家。希利布兰德，这位身价曾经达到5亿美元的天才，开始用老婆的钱支付新宅的豪华装修费了。梅里韦瑟也在躲避债权人的围追堵截，他把自己唯一一栋位于加州鹅卵滩面积20公顷的地产转到了妻子名下。[23]

在走投无路的情况下，梅里韦瑟给老友文森特·马通纳打了个电话，此人是长期资本管理基金在贝尔斯登银行的第一位联络人。已经退休的马通纳跟格林尼治那群教授完全不是一个风格，他戴着一块链表，小拇指上套着戒指，身穿一件黑色丝绸衬衣，半敞着领口，大摇大摆地出现在梅里韦瑟面前，整个人像是一座巨塔，至少有300磅的[2]体重。和基金的合伙人不同，马通纳认为市场完全就是人性的体现，不但经常波动，而且完全靠不住。

“损失了多少？”马通纳开门见山地问。

“只剩一半了。”梅里韦瑟苦笑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“那你完了。”马通纳的回答斩钉截铁，似乎根本不需要解释。

梅里韦瑟终于感到担忧了：“怎么可能？我们还有20亿美元，还有一半股本，还有索罗斯的投资呢。”

马通纳叹口气说：“损失了一半在投资者眼中就等于失败到底，他们会群起而攻之，这时候都在落井下石，谁还会出手拯救你的交易？你的基金完了。”

马通纳离开后不久，梅里韦瑟和麦肯蒂来到附近一家常去的酒吧喝酒。几杯浊酒下肚，梅里韦瑟一脸平静地对这位老友说：“你当初的意见是对的，那时听你的就好了。”

对于基金合伙人是怎样度过那段艰难时光的，尽管外界有很多说法，但无非都是些添油加醋的杜撰。他们越是急于修补问题，就越发远离公众视线，每天只和自己的小圈子打交道。他们压抑住内心的愤恨和懊恼，不再怨天尤人，转而通宵达旦地在办公室里工作，就好像硬朗的身体可以让流血不止的伤口自动愈合一样。他们每天守在电话旁，试图清算交易，安抚现有投资者，吸引新的投资者，并赶走喋喋不休的银行催债人。罗森菲尔德和莱希一直在努力振奋士气，他们对员工说：“危机会过去的，我们的流动性很好，新的资金正在募集，我们要缩小投资规模，现在的风险太高了。”基金合伙人总是躲在会议室里碰头，拉起窗帘遮蔽外面探寻的目光，压低声音讨论解决问题的办法。他们的会议开起来没完没了，好不容易结束，马上就有员工进来打探消息。即使对自己的员工，合伙人也几乎从不作答。伤痕累累的希利布兰德表现尤甚，视若无睹地穿过人群径直而去。

8月最后一个周末，长期资本管理基金和索罗斯要求的条件渐行渐远，华尔街所有财大气粗的老板都跑到城外度假去了。这一周真可谓心惊肉跳，基金每天的损失都高达数千万甚至数亿美元，只有周五的意外反弹多少挽回些颜面。抱着仅剩的一丝希望，梅里韦瑟又开始了新一轮募资。

美林银行的丹尼尔·拿坡里是第一个目标，梅里韦瑟问他这次危机什么时候会结束，就好像拿坡里或其他人知道答案一样。随后，他又给西西利亚诺打了个电话，此时这位瑞联银主管正在日本东京。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梅里韦瑟问道："你们银行有人想投资我们的基金吗？现在市场价格紊乱，正是投资的好机会。"梅里韦瑟的语调和平日一样镇定自如，补充道："长期资本管理基金很快会迎来近10亿美元的新投资。"

此时的瑞联银已经是长期资本管理基金的最大投资者了，西西利亚诺问："你们的损失有多少？25%？"

梅里韦瑟依然平静如水："差不多有45%。"

西西利亚诺吓了一大跳，他很想知道哪个傻瓜现在肯冒险再投进去10亿美元，反正他不会这么干。

8月29日，周六，梅里韦瑟给埃德森·米切尔打电话，这位前美林银行主管曾在1993年为长期资本管理基金的募资活动热心奔走，现在他搬到了伦敦，为德意志银行经营一只全球债券基金。梅里韦瑟心想，米切尔和德意志银行会不会帮上忙呢？

遗憾的是，米切尔也拒绝了他。

梅里韦瑟已经走投无路了，在你需要钱的时候，华尔街无比的冷酷无情。

8月31日，周一，在月底的最后一天，一直在本地股市投资的香港金融管理局突然退出市场——又一张安全网被撕扯得千疮百孔。香港股市暴跌7个百分点，引得华尔街也出现动荡。道琼斯工业股指下跌6%，失去512点，平均指数跌落至7539点，和7月中旬相比跌幅达到19%。刚从阿拉斯加垂钓而归的美国财长鲁宾，为缓和市场情绪而宣布美国经济"依然稳健"。只不过四面八方传来的没有一个是好消息，他的表态纯属浪费表情。在提及这一指数时，《华尔街日报》的措辞是"令人失望的芝加哥采购经理指数"，言语之间不无讽刺意味。不过这份报纸有一点倒是一语中的："总而言之，现在谁也不敢再继续投资了。"[24]美国经济本来还算稳健，只不过金融市场投资杠杆率太高、交易规模过大，结果导致华尔街彻底失去了理智。市场中即便有采用默顿理论模型的客观冷静的投资者，现在也不复存在了，人人都被笼罩在全面恐惧的阴影下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理基金遭遇的市场损失无异于切肤之痛。股市波动率突破30个百分点，国库券收益率下跌，导致信贷价差继续扩大。投资级债券的价差继续暴涨，就在这一天之内从133个基点飙升到162个基点。要说起来，这样的暴涨也能推断得出来，因为这一天的债券市场几乎没有发生任何交易。整个市场就像停盘了一样，谁也卖不掉任何债券，即使卖了也是巨额亏损。这种情形就像引线正在嗤嗤作响的炸弹，让所有人都唯恐避之不及。交易员茫然盯着屏幕，却只能看到自己的脸。一时间，买方就像集体凭空消失了一样。瑞士信贷第一波士顿银行债券分析师柯蒂斯·香博称："8月31日的确非常古怪，几乎没人进行交易，让人搞不明白买家都去哪儿了。"对于这只急需减轻负担的基金来说，8月的最后一天遭遇到的无异于是最恐怖的市场噩梦——债券市场已经名存实亡了。

可以说自信贷价差出现以来，这个8月是市场表现最糟糕的月份。放在过去，如此飙升的价差往往意味着经济崩溃。不过这一次美国经济并没有出现萧条，充其量只是有所放缓。这是因为，此次债券市场崩溃并非由实体经济引发，而是华尔街投资者的恐慌情绪造成的。简单点说就是，投资者的盲目乐观情绪（和过高投资杠杆）突然受到了全面打击。

这个8月，美国四分之三的对冲基金都出现了亏损，长期资本管理基金无疑是其中的"冠军"。[25]短短一个月的时间，梅里韦瑟这伙人共损失了19亿美元，占基金全部股本的45%，他们仅剩余22.8亿美元。索罗斯承诺的投资也无可奈何地化为泡影。此时长期资本管理基金的投资组合杠杆仍高得离谱，依然笼罩在市场风险的阴影之下。除了股市波动率和利率互换等高杠杆衍生品交易，基金的资产规模仍高达1250亿美元，占前期总额的98%，是缩水后股本金的55倍。这么高的杠杆率简直耸人听闻。如果基金的资产继续贬值，其亏损价值转眼之间就会把22.8亿美元的本金吞噬得一干二净。然而即便是面对这样的交易规模和损失状况，他们还是没有降低投资杠杆率。

至此，基金合伙人似乎陷入完全陌生的境地——一种理论模型里从来没有提到过的情形。斯塔维斯感觉他们碰到了"完全无法理解的波动率"。从理论上说，出现8月这种巨额亏损的概率根本不会出现。根据概率计算，这种惨败自宇宙诞生到现在的亿万年中都不可能发生一次，甚至宇宙重复几个轮回也不可能出现。[26]但是就在梅里韦瑟信心满满地向投资者推销默顿和斯科尔斯市场风险理论之后还不到四

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年，这种惨败却偏偏被长期资本管理基金碰上了。用合伙人的话来说，现在“所有的交易都开始关联了”，基金的每一笔投资都在同时出现亏损。曾经掷出的高度随机的骰子现在不灵了，这让人怎能相信遭遇惨败的竟会是当初如此狂妄的同一帮人呢？

[1] 要退出做空交易，投资者必须买回其交易，因此市场表现会看涨。
[2] 1磅=0.4536千克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章　人性贪婪

9月初，梅里韦瑟开始向投资者说明基金的惨重损失了，他在信中并没有闪烁其词：

大家都知道，围绕俄罗斯违约引发的一系列事件在8月导致整个国际市场出现大范围的剧烈波动。很不幸，长期资本管理基金也出现了净资产价值的严重缩水。8月份基金股本损失达到44%，全年累计损失达到52%。鉴于以前从未出现过如此严重的市场波动，这样的损失程度无疑令我们和各位感到极为震惊。[1]

尽管如此，梅里韦瑟还是对基金的未来表现出了谨慎乐观的态度。虽然他的看法反映出对市场的真实评估，但现在合伙人的观点已经和外部投资者严重地分道扬镳了。按照信中的说法，基金今日的灾难早在1998年信贷价差扩大时就埋下了祸根。现在他们想再次赌价差会收缩，无奈投资者纷纷逃离缺乏流动性的证券，导致价差水平进一步加大。由于市场投资的安全转移，梅里韦瑟称："这一状况导致我们的多样化投资策略失效，从而出现严重亏损。"这种说法显然歪曲事实，言下之意是说基金在"状况出现之前"已经尽全力避免这些多样化投资出现关联了。

他的分析表明，长期资本管理基金在此次亏损中并没有任何过失，比方说为什么没有在1997年年底投资机会稀少时降低基金的交易头寸。简而言之，梅里韦瑟暗示自己的交易员没有过错，问题的出现是因为市场形势开始变得对基金不利。

梅里韦瑟向投资者保证，称"基金已采取措施，根据投资规模相应地降低交易风险。"实际上这句话不过是在误导投资者，因为长期资本管理基金几乎没有抛售多少投资，其杠杆水平已经暴增到50倍——梅里韦瑟显然忽略了这一事实。尽管他对投资者的解释说明十分诚恳，但遗憾的是在希利布兰德和哈贾尼的强力影响下，梅里韦瑟并不认为基金的核心交易有那么高的风险。他在信中指出："我们预计基金的一些重要交易很快就会出现获利机会。"与此同时，梅里韦瑟表示基金的流动性"尚可"。这话或许不假，但实际上他们已经没有多余的资金来解决基金管理公司面对的现金流枯竭问题了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9月2日，长期资本管理基金开始向投资者传真发送这封机密邮件。没想到一位投资者把邮件泄露给了财经新闻频道彭博社，后者马上加以大肆宣传，速度之快甚至赶在了最后一位投资者收到邮件之前。这一意外事件的出现对基金合伙人来说无异于迎头泼来一盆冰水。《华尔街日报》迅速推出专题报道，介绍长期资本管理基金的严重亏损。[2]财经专栏记者詹姆斯·克拉默语带讥讽地称，“天才”这个词只能形容莫扎特，用在这帮人身上算是白瞎了。[3]

虽然被媒体一顿奚落，基金的形势却似乎开始好转了，因为这时交易员们纷纷度假归来了。8月的情况或许是个例外，合伙人彼此安慰，说去度假的人马上就回来了。但是就在梅里韦瑟发表致投资者的信的第二天，穆迪投资评级机构下调了巴西的债务等级，为市场传递出一个糟糕的信号。在金融危机像病毒一样肆意蔓延的形势下，全球交易者几乎不约而同地把目光转向了巴西。货币投机者正在疯狂地压榨圣保罗——如同莫斯科的往日重现，巴西政府也在否认货币会出现贬值。显然，长期资本管理基金绝不希望再次经历俄罗斯式的梦魇。

受此影响，各大银行开始收紧对巴西的信贷规模。9月4日，劳动节前的那个周五，美林银行总裁赫伯特·埃里森举行公司会议，以了解美林在新兴国家市场的回购贷款状况。这位曾积极支持长期资本管理基金业务合作的总裁，在会议上质问为什么美林会为这只基金的巴西交易提供如此庞大的贷款。一位下属反驳道：“这么说是什么意思？当初还不是因为你的坚持吗？”言下之意是埃里森曾经和长期资本管理基金的亲密无间。埃里森哑然失笑，只好命令下属下不为例。

让各大银行感到心烦意乱的不仅仅是这只对冲基金的严重亏损，它们自己的处境现在也好不到哪儿去。高盛、J.P.摩根、所罗门美邦、美林和其他银行都拥有巨额的债券投资组合，其交易头寸虽然不如长期资本管理基金那么大，但也不遑多让。这些银行也是通过做空美国国库券的方式来对冲投资风险的，因此随着信贷价差的扩大也出现了巨额亏损。此外，这些银行的股价也在一路下跌。正在谋划次月上市的高盛由于损失最为严重而变得尤其焦虑，因为徘徊不去的熊市无疑会毁掉其首次公开招募。所罗门美邦也烦躁不安，韦尔担心套利交易带来的损失会殃及公司和花旗集团即将在10月进行的并购交易。在韦尔的严厉要求下，所罗门美邦一直在清算套利业务。这种情况让精明的哈贾尼头疼不已，以至产生了全盘收购其剩余业务为自己止损的念头。其他合伙人都觉得这个想法太疯狂，长期资本管理基金哪里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还有资金收购其他交易？这让他们不由地心生疑窦，认为神经质的哈贾尼不会积极削减投资规模，因为这个人总是喜欢孤注一掷带来的刺激感。此时人在伦敦的哈贾尼依旧每天蹬着自行车上下班，就好像什么事也没发生一样。

就在这时，合伙人发现了一个坏兆头：他们的交易比其他投行的交易亏损得更多。比方说，当时的垃圾债券逐渐开始恢复市场信心，但长期资本管理基金投资的具体债券仍在暴跌。[4]与此类似，英国的利率互换价差出现了比德国大得多的扩大，和长期资本管理基金预测的形势完全相反，这种情况似乎违反了经济原理。英国的互换价差暴增到82个基点，而德国的互换价差依旧在45个基点徘徊。基金的一位交易员气愤地说：“这简直没有道理。”如果英国市场出现投资者安全转移的情况，按道理说德国市场也会出现同样的情况。但不管合不合道理，华尔街的交易者对长期资本管理基金的交易都唯恐避之不及。

迫于市场压力，急于获得资金的长期资本管理基金不得不逐步透露自己的交易头寸，甚至是透露全面投资组合状况了。说来好笑，这只视投资隐私为生命的对冲基金竟会变成人尽皆知的公开秘密。正如马通纳所说的那样，市场会卑鄙地串通起来共同对付弱者。由于致投资者信的意外泄露，现在整个华尔街都知道长期资本管理基金大势已去。为了避免这只基金清算交易引发市场崩溃，竞争对手们只能先下手为强。当时在所罗门美邦担任交易员的科斯塔斯·卡普兰尼斯称：“意识到这只基金出现问题之后，人们马上开始抽身而退，这倒不是对长期资本管理基金落井下石，而是想避免自己出现损失。”随着竞争对手纷纷清算和长期资本管理基金的交易，莱希感到极度厌恶，就好像人人都想对这只基金赶尽杀绝一样。[5]希利布兰德说得没错，人一旦坦白所有秘密，马上就会彻底地失去所有保护。

梅里韦瑟觉得基金还有流动资金，但贝尔斯登银行可不这么想。基金存放在贝尔斯登银行的担保资产（包括现金和证券）的价值每天都在下跌，导致贝尔斯登银行越来越不愿意为其进行业务清算。更糟的是，基金首席财务官罗伯特·舒斯塔克每天下午向贝尔斯登银行汇报经营状况时都会低估基金的亏损额。这倒不是他有意为之，而是因为基金在估算交易价值时，衍生品交易并无公开报价。因此，基金只能根据其他交易机构来确定自己的价格。现在各大竞争对手不是力求自保就是利用长期资本管理基金的亏损减记交易规模，迫使舒斯塔克不得不和贝尔斯登银行反复沟通，通报最新的准确数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贝尔斯登银行信贷经理迈克尔·阿利克斯认为是时候给长期资本管理基金提个醒了。他警告舒斯塔克，如果基金存放在贝尔斯登银行的担保资产价值低于5亿美元，银行将停止对该基金进行业务清算。为强调贝尔斯登银行对此事的关注，阿利克斯要求长期资本管理基金为以前利用贝尔斯登银行贷款的部分期货合约寻找新的融资渠道。显然，谨慎的贝尔斯登银行不想因为这家对冲基金的亏损引火上身。

来自贝尔斯登银行的压力让长期资本管理基金的回购贷款专员麦克·赖斯曼也感到焦虑不安。赖斯曼负责为基金融资，以为其债券投资寻找最好的贷款渠道。此外，他还是整个基金中最招人喜欢的人物。虽然只有33岁，但赖斯曼在曼哈顿高谭喜剧俱乐部已经小有名气。在偌大的基金办公室中，只有他能把所有人逗得开怀大笑。但在9月初，惨淡的形势让这位笑星也失去了情绪。赖斯曼比任何人都清楚基金的资金状况，他对同事说如果基金无法在月底前筹集到新的贷款，回购信贷将不复存在，这将导致基金走向破产。

员工们当然有理由感到担心，因为他们向基金投入了个人资本，但是却丝毫看不到合伙人有任何拯救基金的举动。这些员工就像安静的幕后英雄，即使面对阴云密布的市场环境和个人投资的未卜前途，他们仍夜以继日地勤奋工作。合伙人的做法显然让他们感到愤怒，大家每天一起工作却无法从合伙人那里得到任何内部消息。每当老板们关起门开会时，员工们只能焦虑地在外面等待。只要有合伙人走出会议室，就会有人上前询问情况如何，但得到的回答通常是“还在研究”。习以为常的员工们甚至私下里搞出了一个“领带指数”：与会者中打领带的人越多，说明会议越重要，公司遇到的问题就越麻烦。

与此同时，合伙人也在担心员工可能大规模离职的问题。这个问题不容小视，因为负责向员工支付薪资的长期资本管理公司账上已经连一分钱都没有了。9月第一周，富利银行要求长期资本管理公司偿付贷款，公司处境几乎命悬一线，因为富利银行随时可以令其破产。这种情况一旦发生，基金的交易对手势必会对互换协议要求违约索赔，进而迫使基金陷入破产。

面对如此严峻的形势，合伙人从投资组合中挪出3800万美元，以贷款形式转移到他们共同持股的长期资本管理公司。这些资金可以保证公司员工截至1998年年底的薪资，为缓解员工问题争取一些时间。基金的外部董事批准了这一贷款计划，因为长期资本管理公司一旦倒闭必然会累及基金的生存。不过这笔符合规定的贷款在使用时却出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了很大的利益冲突。合伙人开始支取（或者从技术上说借贷）这些投入基金中的个人资金，与此同时却置自己的信托责任于不顾，不让外部投资者享有同等的撤资机会。不难看出，合伙人已经彻底绝望了。

远水救不了近火，区区3800万美元并不能从跟不上解决问题。面对富利银行的一再威胁，长期资本管理公司说服戴维·普夫卢格，让大通曼哈顿银行代为承担其对富利银行的4600万美元债务，同时不再催缴欠大通曼哈顿的6200万美元债务。普夫卢格最终同意了，这让罗森菲尔德大为感激，称大通曼哈顿是公司的“大救星”。[6]这样一来，长期资本管理公司对大通曼哈顿的负债达到了1.08亿美元，对里昂信贷银行负债5000万美元，对劳埃德银行负债700万美元，此外还欠自己的基金3800万美元。

为再次寻找资金，9月6日，美国劳工节前的周日，梅里韦瑟给美林银行的三大掌门人打了电话。塔利提醒称，理查德·邓恩周末正在了解美林对长期资本管理基金的风险敞口。现在美林担心的问题已经超出自身的直接损失，邓恩考虑的是，如果基金破产引发交易者大量退出，结果会对整个市场造成怎样的影响。整个华尔街会不会立刻瘫痪？出于这种担忧，美林派出业务员邓利维和信贷经理鲍勃·麦克唐纳到格林尼治进一步了解情况。邓利维和基金合伙人长期交好，他直言不讳地问基金的亏损情况到底如何，合伙人依旧信心满满地表示，虽然困难很大但公司仍有很好的资金流动性。后来，邓利维对同事说这帮人根本没讲实话。[7]

实际上，梅里韦瑟这伙人的确是很乐观。鉴于价差高涨到史无前例的水平，他们坚信黄金般的获利机会马上就会到来。罗森菲尔德称：“我们一直梦想有一天能出现如此重大的投资机会。”[8]现在机会就在眼前，他们唯一缺少的是把握和利用方式。颇具讽刺意味的是，梅里韦瑟现在遭遇的正是当初埃克斯坦经历的情形，谁能把握好眼下的行情谁就能成为新一代的梅里韦瑟。不过为了安全起见，梅里韦瑟还是向美联储纽约分行总裁比尔·麦克唐纳做了汇报，称长期资本管理基金正在寻找新的资金。当年在所罗门兄弟债券公司时，梅里韦瑟和其他高管就是因为没有提前通知而遭到美联储的严厉批评，这次他不会再犯同样的错误了。

从8月底到9月，合伙人的心情始终随着募资活动的进展起伏不定。他们设法解决了长期资本管理公司现金枯竭的棘手问题，努力吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引有希望的投资者为基金提供新的资金。门多萨承诺的J.P.摩根银行的2亿美元贷款依然有效，他很快列出了一份优质投资者名单，其中就包括通用电气董事长杰克·韦尔奇。但是门多萨一直事务繁忙，所以始终没有顾上对长期资本管理基金的投资活动。虽然他对这家公司十分中意，但是基金合伙人们却分成了两派，拿不准门多萨到底是真心想要合作，还是只想趁机了解基金的投资内幕。毕竟这帮合伙人自己也拥有深厚的人脉关系，说不定其中就有愿意投资的人。为此，迈伦·斯科尔斯联系了个人计算机巨头迈克尔·戴尔，戴尔派了一支团队专门到格林尼治了解基金现状。其后，得克萨斯金融机构巴氏投资（The Basses）和其他很多潜在投资者也相继前来。乍一看，这些募资活动和与基金在1993年时的状况十分相似。

然而遗憾的是，这群合伙人似乎没有意识到，他们身上曾有的无敌光环早已消退。虽然昔日成绩辉煌，但他们已经失去了魔力，此时的长期资本管理基金和普通基金并无二致。为了争取出版业巨头齐夫兄弟公司的投资，梅里韦瑟表示可以免除三年的管理费。这种甜头或许以前屡试不爽，但齐夫兄弟公司现在看来却是赤裸裸的傲慢。这就是光怪陆离的华尔街，苛刻的管理费会让投资者挤破头，而一旦降低费用，投资者反而弃之如敝屣。

还有几位合伙人找到了大型对冲基金管理机构老虎资本管理公司的朱利安·罗伯逊。老虎基金刚刚在日元交易中出现20亿美元的损失，罗伯逊实在没有心思再去投机。这位精明老练的美国南方人对于合伙人的游说毫无兴趣，他并不认为长期资本管理基金有何过人之处。结果，合伙人再一次空手而归。对于这群资历显赫、拥有各种名流资源的合伙人来说，他们的募资活动还从未遭遇过如此惨淡的局面。

此时，就连现有投资者也开始对基金表现感到不满了。匹兹堡大学财务主管马龙·皮斯专门飞到格林尼治，去见学术界的英雄人物默顿和斯科尔斯。这两位教授对基金近期的亏损闭口不谈，说起未来潜力倒是没完没了。斯科尔斯就像天生的业务员，自信地表示长期资本管理基金会在9月募集10亿美元，年底前再吸引10亿美元的新投资。但是皮斯并没有被打动，拒绝对基金进行进一步投资。[9]

长期资本管理基金的外部投资者、斯坦福大学教授威廉·夏普称：“我们简直是被哄骗进来的。”现在，夏普不会再上第二次当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了。当老同事斯科尔斯打电话向他募集资金时，夏普马上警觉起来。他有一位富有的华裔客户已经准备好向这只基金投资3000万美元了，但夏普认为这样做风险太大。他建议这位客户先投资1000万美元，等长期资本管理基金吸引到大型投资机构之后再投资1000万美元。当他们准备好向托管账户汇款时，斯科尔斯却推迟了交易。长期资本管理基金很清楚，这点钱对他们来说根本无济于事。

要想吸引大型投资，梅里韦瑟只能寄希望于美林银行的赫伯特·埃里森、德意志银行的埃德森·米切尔、大通曼哈顿银行副董事长唐纳德·莱顿，以及瑞联银资产管理部门主管加里·布林森等人。这些华尔街大鳄拥有雄厚的资本，问题是他们是否愿意出面投资呢？尽管合伙人把基金盈利能力吹得天花乱坠，但这些银行高管还是隐约感到不安。面对长期资本管理基金的日益绝望，他们有的是时间慢慢耗。可以说，每过一天，基金号称的“罕见投资机会”都会变得廉价几分。

虽然看似不太可能，但长期资本管理基金这只巨轮的确正在市场中加速下沉。风险套利业务价差达到了自1987年以来的最大水平。[10]股票公开发行市场陷入停顿，这让亟待上市的高盛银行不寒而栗。[11]B类债券收益率对蓝筹股收益率的价差攀升到570个基点，比一年前高出了200个基点。短期股市保险（股市波动率）产品的价格翻了一番。[12]一位期货交易员向《华尔街日报》称：“恐慌情绪已经铺天盖地地笼罩整个市场。”[13]海外方面，价格变动同样引发了市场恐慌。某新兴市场债务指数利率相对于美国国库券的价差暴增至1700个基点，而一年之前这一价差只有300个基点。[14]艾伦·格林斯潘警告称，在全球市场普遍重挫的形势下，美国金融市场也无法独善其身。[15]简而言之，不管你拥有什么样的资产，所有投资都在面对熊市。

由于长期资本管理基金的风险对赌业务遍及全球，因此这种形势的出现让它的情况变得雪上加霜。在每一笔套利交易业务中，它投资的都是风险较高的资产；在每一个国家，它交易的都是安全性最低的债券。这种风险对赌交易他们成功操练过成百上千次，现在突然不灵了，开始出现巨额亏损。

9月10日，周四，是一个格外糟糕的日子。互换价差再涨7个基点，其他业务的价差也在持续扩大。不知是运气太差还是冥冥中自有预兆，一支载有十几颗全球星公司（Globalstar）卫星的火箭发射升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

空后爆炸，而长期资本管理基金恰恰持有这家公司的债券。这一意外事件不由得让合伙人哑然失笑，现在就连老天爷也开始和他们作对了。在风险管理会议上，交易员们围桌而坐，汇报各自业务领域的进展。在明确得知所有业务都出现亏损之后，马林斯自我解嘲地反问："我们能不能多少挣点钱回来？哪怕就一天？"截至9月，这只基金还没有带来任何盈利。所有市场都像瘫痪了一样，人人都在抛售，只有长期资本管理基金还在坚持。

其实这只基金也不是不想卖出交易，实在是因为其头寸太大根本动弹不得。面对小型基金见货就卖的灵活局面，长期资本管理基金就像被一群杀人鱼团团包围的硕大的海鲸一样孤立无助。疯狂的交易头寸已经让合伙人骑虎难下，哪怕只卖出一点点业务，比方说利率互换业务，市场价格也会应声下跌，导致基金的其他资产出现贬值。早在所罗门兄弟债券公司时哈贾尼就不断鼓动同事，把交易规模扩大2倍甚至4倍，现在他终于品尝到了自己酿下的苦果。

10日下午，合伙人的心理关口被突破，基金股本额已不足20亿美元。当天晚些时候，梅里韦瑟接到了最不愿意接的电话——贝尔斯登银行执行副总裁沃伦•斯佩克特称长期资本管理基金提供的担保资产价值跌破5亿美元。所幸的是，这些资产的价值在当日交易结束时又涨回到5亿美元。梅里韦瑟对此解释称，基金的交易对手还有些到期款项没到账，这需要一些时间。实际上，谁会向一只即将破产的基金支付款项呢？此时的斯佩克特已经无心听取任何解释，他对梅里韦瑟说贝尔斯登会在周日派遣团队审查长期资本管理基金的账务。如果对方拒绝，贝尔斯登下周一起将不再为这只基金清算交易。

次日，9月11日，梅里韦瑟致电科尔辛，这位高盛主管刚刚庆祝完自己的结婚纪念日，从威尼斯赶回来。梅里韦瑟传达的信息简明扼要：长期资本管理基金需要很大一笔资金，而且马上就需要。现在10亿美元已经不够了，要想保证生存，基金至少需要募集20亿美元。随后，梅里韦瑟又给麦克唐纳打了电话，向美联储纽约分行汇报基金自救工作的进展情况。

周日贝尔斯登的调查人员抵达格林尼治时，长期资本管理基金表现出了积极配合的态度。他们仿佛突然变成了模范客户，主动展示账簿并说明业务价差状况。希利布兰德也不再无事生非，而是耐心地向来宾说明基金的每一笔交易。梅里韦瑟和罗森菲尔德全程参加简报会议，以此表示基金非常重视贝尔斯登的管理要求。阿利克斯虽然对合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙人的表现相当满意，却对基金的交易状况感到忧心忡忡。在和贝尔斯登其他高管沟通之后，阿利克斯第二天再次向舒斯塔克重申，5亿美元资产担保的底线绝不能破。如果基金再次突破这一底线，一切都将化为泡影。

此时此刻，长期资本管理基金的最大投资者瑞联银，比贝尔斯登还要着急上火。前瑞士银行衍生品业务主管戴维·索罗突然发现，公司刚刚收购的瑞联银竟然会陷入如此巨大的亏损局面。当索罗对其担保协议进行分析调查时，瑞联银为了区区8个百分点的收益而遭受了沉重的贷款风险。实际上，现在他们就连这8%的收益也拿不到了。在9月14日发给前瑞士银行主管马塞尔·奥斯佩尔（现瑞联银首席执行官）的邮件中，索罗气愤地表示：“什么期权对冲、波动性和溢价，统统都是一派胡言。”在对兼并交易伙伴进行调查的过程中，索罗以同谋者的口气补充道：“这次交易得到了瑞联银集团全体董事的批准，在座的各位也表示同意。”

与此同时，梅里韦瑟、罗森菲尔德和莱希在周一对雷曼兄弟银行进行了拜访。对于长期资本管理基金出现严重亏损的消息，雷曼兄弟银行债券业务负责人杰弗里·范德比克当面询问这些情况是否属实。梅里韦瑟的回答是：“在进行解释之前，我想知道你们银行能否为我们筹集一大笔资金”——他的泰然自若就好像基金没有遭遇任何问题。梅里韦瑟补充道：“我们去年返还了一些投资者的资金，现在正是20年来最难得的投资良机。”长期资本管理基金合伙人的超然冷静，让雷曼兄弟银行的高管感到非常吃惊。实际上他们内心也很紧张，只不过这种情绪掩盖得很好而已。梅里韦瑟让罗森菲尔德说明基金的投资组合，但是很快又打断他的说明。这个罕见的动作表明，他对这位视如己出的亲密伙伴显得很不耐烦。当时的尴尬情形让雷曼兄弟银行的高管好半天才回过神儿来。

长期资本管理还有一根救命稻草，即1996年由大通曼哈顿牵头的银行财团承诺为其提供的循环信贷。这笔9亿美元的循环信贷（初始额为5亿美元）可作为基金救急时的备用资金。通常，如果借贷方出现严重亏损和经营不善，即所谓的“重大不利变化”时，此类贷款会自动终止。但是当年的长期资本管理基金正如日中天，急于和对方建立合作关系的大通曼哈顿银行忽略了这一协议条款，结果变成基金股本在任意财务年度结束时，若股本金额跌至一半以下时才能取消循环信贷。长期资本管理基金出现巨额亏损后，这些银行表示不再对其负有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贷款责任，但问题是基金上一个财年的截止日期是7月31日，那时合伙人还有充足的股本金。因此从技术角度而言，这些银行仍必须为其提供贷款。大通曼哈顿银行在协议起草方面的一时疏忽，导致这些银行不得不为一家即将破产的基金提供9亿美元的贷款。

但是在是否应当使用循环贷款的问题上，合伙人之间出现了严重的分歧。马林斯认为不应当使用：如果基金破产成为事实，何必再把几家银行拉下水呢？额外的贷款只会让目前的形势变得更加复杂。梅里韦瑟、霍金斯、莫迪斯特、默顿和斯科尔斯也支持这种观点。但是，希利布兰德、哈贾尼、莱希和罗森菲尔德却强烈主张使用循环贷款。他们认为，除此之外还有什么更好的方式能弥补基金在贝尔斯登银行的保证金漏洞呢？克拉斯科、麦肯蒂和舒斯塔克也主张继续募资。基金律师理查兹指出，长期资本管理基金应积极尝试所有的可能性，否则必须对投资者承担责任。最后还是梅里韦瑟制止了这场争论，他表示：“我们目前还不必急于做出决定。”

9月中旬，合伙人们仅剩的希望落在了高盛银行和科尔辛身上。身材高大、一脸络腮胡子的科尔辛看起来并不像银行家。出生于伊利诺伊州南部农场之家的科尔辛在大学时代喜欢打篮球，后来和小时候一起上幼儿园的女生结为连理。[16]1975年，就在梅里韦瑟入职所罗门兄弟债券公司一年后，科尔辛加入了高盛银行的债券业务部。虽然不如梅里韦瑟知名，科尔辛通过勤奋努力也成长成为一位很有天分的交易员。他非常佩服大学同窗梅里韦瑟的成就，甚至把他经营的套利业务部视为自己的努力目标。尽管在高盛银行管理地位的逐渐提高，但科尔辛谦逊平易的性格并没有改变。在西装革履的员工中，他总是穿着打过补丁的起毛毛衣。

作为华尔街最后一家私营性质的全方位服务投行，高盛和长期资本管理基金有不少共同之处。这家银行的合伙人也行事隐秘，数十年来一直都亲密无间。高盛的企业文化可以用高度低调来形容，公司在布洛德街85号的总部大厅甚至没有任何铭牌标记。直到近年来，高盛才因为拥有大量优质企业客户而闻名业内。作为关系营销的坚定支持者，高盛非常厌恶恶意收购活动，甚至不愿和自己的客户进行交易，因为这样做会导致银行和客户出现利益冲突。[17]但是20世纪80年代末到90年代初，这种客户至上的经营风格逐渐被抛弃。以斯蒂芬·福里德曼和罗伯特·鲁宾（后成为美国财长）为首的管理层开始大量进行投资交易，高盛银行和客户的利益之争也成了家常便饭。1994年债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场崩溃时，高盛和长期资本管理基金一样也在用市场变动率模型设置风险水平，一时间出现了巨额的投资损失。高盛很快意识到每个交易机构都很清楚其头寸规模，要想摆脱纠缠就不得不承受巨额亏损。[18]于是，银行合伙人做出集体行动，把行事低调的科尔辛扶上前台。1994年秋季科尔辛接任高盛，负责合作伙伴和业务的重建工作。很快，高盛的业务出现了起色。由于合伙人（再次和长期资本管理基金一样）意识到公司需要更多的资金，因此上市就成为高盛接下来的新目标。与此同时，科尔辛还不断强调与银行客户进行交易，因为这是利润非常可观的业务。

科尔辛曾经动过和梅里韦瑟共同经营长期资本管理基金的念头，现在作为高盛主管，他可以更有底气地和这位竞争对手谈条件了。科尔辛同意为这只基金提供投资，但是有三个条件：把基金管理公司一半的股份转让给他，他有权全面了解基金的投资策略，以及有权为交易头寸设定限制规模。这位精明的银行主管提出的条件，无异于对长期资本管理基金的全面接管。作为回报，科尔辛可提供来自高盛及其客户的10亿美元资金，同时承诺为该基金再募集10亿美元。只要对外界宣布高盛准备投资，长期资本管理基金很快就可以止血复原，如此诱人的条件让梅里韦瑟很难拒绝。

就这样，两家公司很快达成了合作意向。高盛开始募集资金，而长期资本管理基金则按照惯例准备说明经营状况。高盛的募资工作必须加快步伐，否则基金的股本会出现更大的亏损。从9月14日开始，基金开始向高盛转交成堆的文件，同时派出罗森菲尔德、默顿和另外四名员工赴高盛总部汇报经营状况。到达高盛之后，默顿盛赞两个公司的此次合作，称其具有重要的战略价值，高盛方面也向基金交易员提了不少问题。随后，来自高盛外部律师行苏利文克伦威尔事务所的一众律师鱼贯而入，开始向他们盘问各种细节问题。

格林尼治方面，高盛派出的调查人员把公司办公室翻了个底朝天。长期资本管理基金的员工根本来不及跟踪，所有文件都被高盛人员查阅翻看。在这些人中有一位性子粗暴的交易员，名叫雅各布·戈德菲尔德。有目击者称看到此人把基金合伙人视为命根子的交易头寸资料，从公司电脑下载到其个人电脑中。（但高盛对这一细节表示否认。）几乎与此同时，高盛在纽约的交易员开始抛售与这些交易一模一样的资产。当天交易结束时，长期资本管理基金的交易价值显著缩水，几位在格林尼治办公室闲逛的高盛交易员表示可以收购基金的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易头寸。[19]如此明目张胆地利用内幕消息进行交易，高盛的行径把投行唯利是图的嘴脸刻画得淋漓尽致。对梅里韦瑟和基金合伙人来说，高盛的做法无异于在众目睽睽之下对长期资本管理基金进行公开凌辱。

周一，高盛突袭长期资本基金办公室那天，股市波动率攀升到了惊人的32个百分点。周二，股市波动率继续攀升到33个百分点，每个百分点的涨幅都会让基金出现4000万美元的亏损。更糟糕的是，这只基金投资的所有资产都在出现亏损。长期资本管理基金就像中了邪，因为只有它的交易在市场中备受打击。从丹麦抵押债、大众汽车股份到车站赌场（Station Casinos）和喜达屋酒店等债券，基金投资的每一个市场都在狂跌。长期资本管理基金以8%的折扣价格从皇家荷兰公司买入的壳牌运输公司股份，价差水平狂涨到14个百分点。就连1998年让基金赚得盆满钵满的意大利债券，如今也出现了价差反弹。

此时此刻，全球各种资产交易的市场形势都在和长期资本管理基金背道而驰。面对这种情况，基金律师理查兹形象地称其为“长期资本管理基金的死亡交易”。一时间，所有交易都体现出相关性，合伙人们掷出的每一把色子都变成了2点（即每一笔交易都以失败告终）。这些心思缜密的数学家显然没有预料到这种状况。他们总觉得随机市场会带来事件的标准分布，就像黑羊白羊、硬币正反面和花牌点牌一样正态分布，而不是每一笔交易都巨额亏损，并且是日复一日、没完没了地亏损。

这是因为，这群教授忽略了一个人尽皆知的事实——市场中总是有肥尾存在的。这些远离纽约交易大厅、坐在玻璃幕墙之后工作的学者，似乎忘记了交易员不是什么咖啡杯里的随机分子，也不是希利布兰德那样思维逻辑高度机械化的数学家，而是受贪婪和恐惧驱使，极易在羊群效应中表现出极端行为和情绪的普通人。1998年的夏末，信贷风险成为债券交易员们最为担心的问题，这一点在学者们的数学模型中并没有得到预测。虽然这些模型能前所未有地预测出市场波动，但遗憾的是设计者似乎忘记了现实生活中的交易员也会有贪婪和恐惧，会在自我保护的本能驱使下做出盲目举动。简而言之，他们忽略了人性的因素。

梅里韦瑟感到非常气愤，向美联储负责人彼得·费舍尔控诉高盛和其他公司搞提前交易，即利用内幕消息进行不利于长期资本管理基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金的交易。9月中旬，高盛的交易活动的确十分频繁，有关高盛卖空长期资本管理基金持有的利率互换和垃圾债券交易的传言在华尔街不胫而走。实际上，有消息表明高盛的高收益债券交易员们不过是在夸大其词。

高盛管理层否认了这些控诉，再说这些控诉又不是针对这一家公司。实际上，长期资本管理基金的投资组合现在早已是公开的秘密。所罗门兄弟债券公司几个月来一直都在抛售和该基金相关的交易，德意志银行在挽救其利率互换交易，就连对股市波动率从不感兴趣的美国国际集团也突然加入这个行列。要不是长期资本管理基金出现危机局面，这些公司怎么会突然对此类业务兴致盎然呢？此外，J.P.摩根和瑞联银也在买入股市波动率交易，这些活动中有一部分很明显具有市场掠夺性质。这场和华尔街一样古老的资本游戏其实很简单，只要长期资本管理基金还能承受压力，还有被压榨的空间，大家就会乐此不疲地玩下去，直到这只基金认输并买回之前卖空的业务。那时，和基金做对赌交易的所有公司都会狠狠地赚上一笔。

只不过这笔掠夺性交易的程度并没有人们想象的那么夸张，更不像基金合伙人所说的那么疯狂。这些蜗居在格林尼治已久的交易员对外界往往存在偏见，从而导致阴谋论在基金内部的盛行。其实出现这种心理并不难以理解，它是一个很好的借口，能够把合伙人的失败归咎于他人的问题。作为一群极其固执己见的人，这些合伙人会想当然地认为各大投行都在打长期资本管理基金的小算盘。

当时的实际情况是，到9月中旬时华尔街各大投行担心的主要问题已经不是长期资本管理基金，而是它们自身的安危了。由于这些银行和长期资本管理基金一样深陷各种投机交易，因此退出交易头寸无疑是最好的自保方式。在这些投行中，高盛的投资损失最为惨重。随着上市日期的日益临近，高盛必须想尽一切办法减少亏损。截至9月中旬，长期资本管理基金的投资组合在华尔街已经人尽皆知，绝不只是派人到其总部查账的高盛才了解状况。实际上，各大投行都在抛售相关资产以求自保，高盛又岂能落后于人？

对这些投行来说，无论是有意占长期资本管理基金的便宜，还是出于自保以外形成对格林尼治不利的局面，这些都已不再重要。无论出于哪种动机，由此产生的行为结果都是一样的——市场正在加速对长期资本管理基金各种交易的集体逃离。长期资本管理基金的一位交易员有一次发现，他在德意志银行的好友正在抛售长期资本管理基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的交易，因为对方深知这只基金一旦倒闭，整个华尔街都会出现地震。高盛银行在伦敦的一位交易员称："如果阿猫阿狗都知道抛售避险，我们就更要先发制人。我们很清楚行为底线在哪里，这么做并不违法。"

除了美国股票会受内幕交易法处罚之外，利用内部信息进行交易在其他市场早已是公开的秘密。各大投行（如所罗门和高盛）都设有专属的债券交易柜台，公开宣称可利用对"客户信息"的了解进行投资或避险。用大白话来说就是，所罗门或高盛一旦发现客户有任何动向，它们便马上会做出同样的动作。这就是高盛前任管理层拒绝参与专属交易的原因，因为出现利益冲突的可能性实在太大。只不过1998年的高盛早已抛弃了昔日君子银行的形象，变成了唯利是图的市场交易者。

当然，如果高盛或其他投行利用私下从长期资本管理基金获得的信息牟利属实，从理论上说是要承担欺诈责任的。对于这个问题，科尔辛并不否认高盛交易员"在市场中做了一些伤害长期资本管理基金的事"，但他表示："我们不过是在保护自己的交易头寸，对此我并不觉得需要道歉。"

科尔辛表示，无论高盛是否从长期资本管理基金那里获得内部信息，银行的交易活动并不会因此出现任何差别。他语带讥讽地补充道，鉴于华尔街当时的情况，高盛被人指控不当获利实在是莫名其妙。[20]

长期资本管理基金在交易中之所以完全受竞争对手的摆布，是因为它的交易过于神秘和专业，普通机构根本无力从事。比方说股市波动率交易，只有J.P.摩根、所罗门美邦、瑞联银、兴业、信孚和摩根士丹利等几家银行经营此类业务。它们都知道长期资本管理基金在大规模做空，也知道基金迟早都要买回这些交易，因此这些银行坚决不卖。无奈之下，长期资本管理基金打电话给兴业银行，希望全盘收购这些交易，结果这家法国银行报出了非常离谱的价格：比市场价格高出10个百分点。离谱也没办法，谁让市场中只有你一家股市波动率买家呢？就这样，交易价格就像吹气球一样越涨越高。

通常来说，自由市场会自行消灭这些泡沫价格。例如，1980年亨特兄弟试图垄断白银市场，白银价格迅速攀升至每盎司50美元。一时间，人人开始翻箱倒柜寻找细软，全世界的废金属收购商都在忙着熔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

炼白银。这些金属流入市场后，白银价格马上暴跌到每盎司5美元，亨特兄弟最终落得惨败破产的下场。但是股市波动率交易跟白银还不一样，它看不见摸不着，谁也无法进行实物储藏，因此不存在任何供应过量的问题。长期资本管理基金的一位资深员工表示："股市波动率是终极的空头挤购利器，市场上就那么四五家公司在交易，结果还谁都捂着不卖。"

随着基金亏损的加剧，合伙人之间隐藏的矛盾也开始变得白热化。外围合伙人纷纷指责希利布兰德和哈贾尼经营不善，导致如此巨大的亏损。霍金斯和希利布兰德向来不和，现在更是对彼此深怀敌意。斯科尔斯和希利布兰德几乎从不说话。郁闷失望的合伙人不但憎恨希利布兰德和哈贾尼的投资失利，更讨厌他们飞扬跋扈、目中无人的行事风格。斯科尔斯觉得行动隐秘的希利布兰德根本不配当合伙人，因为这家伙从来不信任任何人。有意思的是，与这只基金合作过的各家投行表达的抱怨和斯科尔斯简直如出一辙。此外，麦肯蒂在公司露面的次数越来越少，背痛的困扰让他根本无法行动。这似乎是个不祥的预兆，一方面表现出合伙人的绝望；另一方面也暗示了对梅里韦瑟不听从自己劝告的失落。

面对这种痛苦折磨和巨额亏损，合伙人之间出现紧张关系也在意料之中，毕竟这也是人性的表现。他们失去的不仅是个人财富，更重要的是个人声誉。在追求个人职业生涯的过程中，梅里韦瑟不得不面对第二次危机带来的羞辱和惨败。他手下的交易员们，无论以后多么成功，终究会被人非议在长期资本管理基金时的大起大落。在所有合伙人当中，罗森菲尔德是最为情绪化，也是对公司奉献最多的人，他总是毫不掩饰内心的激动之情。当痛苦和愤怒来袭时，只有他会扯着嗓子咆哮。

罗森菲尔德的老师默顿也感到惶恐不安，以至于失去了学者内心的镇定。由于担心基金的倒闭会影响自己奋斗一生建立起来的现代金融学，默顿有好几次忍不住热泪盈眶。显然，这位教授也充满了丰富的人性和情感。斯科尔斯也是一样，深知公司破产会让很多人对他获得的诺贝尔奖质疑。凑巧的是，当基金表现一落千丈时，斯科尔斯正在安大略省汉密尔顿的老家度假。他在那里受到了热情的礼遇，人人都争相目睹这个从小镇男孩成长为诺贝尔奖大师的光辉人物。只不过乡亲们并不晓得此刻长期资本管理基金面对的问题，作为特约嘉宾，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯科尔斯内心的紧张情绪简直难以言表。在回忆完童年时光之后，重压之下的斯科尔斯几乎快要崩溃了。[21]

马林斯的前途也一片黯淡。这位衣着考究的美联储前任高官曾有机会接任艾伦·格林斯潘的职务，但现在一切都已幻灭。

面对无尽的苦痛，合伙人大多数时候都保持了情绪的克制。他们之间的彼此憎恶从未或者说很少公开爆发出来。大家继续一起工作，努力控制情绪，尽量不大吵大嚷或发生公开冲突。就当时的形势来说，他们能保持这样的合作实属不易。这表明合伙人之间，特别是内部小圈子之间依然存在着某种默契。虽然会私下嘟囔几句，但他们从不逃避自己的工作责任。如果真要找出需要指责的人，从外围合伙人的角度来说恐怕只能埋怨梅里韦瑟，正是他的软弱妥协才造成了公司今天的局面。可是，谁又会去指责梅里韦瑟呢？

梅里韦瑟更是把百般滋味压在心底。尽管对基金的亏损忧心忡忡，但他表现得却非常平静。实际上，罗森菲尔德已经有15年没见过他发脾气了。只有当连续七天，每天超负荷工作15小时以上，感觉到濒临崩溃时，梅里韦瑟才会偶尔释放一下自己的情绪。有一天深夜两点，梅里韦瑟和莱希、罗森菲尔德、理查兹在工作之余坐在一起休息。过度的劳累让他有些晕乎，几个人谈论起给公司更名以避免倒闭的事情。梅里韦瑟突然蹦出一句："我们干脆叫'无垫头资本管理公司'吧。"大家顿时被逗乐了。梅里韦瑟就是这样，他不合时宜的幽默总是能让人放松不少。似乎是为了缓解过度工作带来的疲惫，梅里韦瑟又补充道："对了，咱们还搞垮了一家瑞士大银行呢。"他说的是瑞士联合银行，长期资本管理基金最大的投资者。梅里韦瑟打趣说："这辈子咱们也别想去瑞士了，估计一下飞机就得被人家抓起来。"

当高盛方面正忙着积极筹钱时，他们发现了一个梅里韦瑟此前并未透露的情况：高盛名单上的优质客户，如巴菲特、索罗斯、迈克尔·戴尔和沙特王子阿勒瓦利德，已经接到过梅里韦瑟等人的募资电话并表示了拒绝。这让科尔辛感到很恼火，面对如此绝望的形势，长期资本管理基金还玩什么扭扭捏捏啊？

与此同时，长期资本管理基金依然在延续每天数百万美元的亏损。尽管基金迫切希望对大量交易进行配对，但无奈这项工作的进展非常缓慢。合伙人们只能东拼西凑，勉强维持贝尔斯登银行要求的担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保金底线。但是巨额的亏损加上非常不利的市场价格，他们的流动性正在日益迫近这条警戒线。基金也尝试过把所有交易低价出售给银行，但是美林和高盛都不感兴趣，它们自己在这些交易中的投资尚且难保，哪里还顾得上别人呢？

9月中旬，合伙人们开始祈祷市场出现三条逆转形势的好消息：一是国会批准给国际货币基金组织更多援助；二是国际货币基金组织批准巴西援助方案；三是格林斯潘宣布降低利率。在这三个期望中，格林斯潘降息是最关键，也是最难以预料的消息。

美联储开始强烈关注信贷价差的扩大，纽约分行方面不断收到有关长期资本管理基金形势恶化的汇报。9月11日，路易斯安那州共和党众议员理查德·贝克警告格林斯潘称，对冲基金正在恶化美国上市银行的经营状况。根据幕僚从J.P.摩根银行获得的消息，贝克在信中表示：“我发现过度杠杆、不受监管的对冲基金可能导致正规金融机构市场价值的暴跌。”至此，金融危机已经成了公开的事实。9月15日，乔治·索罗斯警告众议院银监会，称俄罗斯危机是导致全球信贷崩溃的主因。他指责各大投行助长了“衍生品交易链条”的形成，言下之意直指它们和长期资本管理基金的交易。

第二天，9月16日，格林斯潘到国会发表证词。但他的表现让市场大跌眼镜——向国会宣布绝不可能降息。不可思议的是，格林斯潘再次为对冲基金之类的流氓投资机构造成的风险进行辩解，这位美联储主席对谗言的轻信简直毫无底线。他指出：“对冲基金得到了资金出借方的严密监管。”面对对冲基金借助银行资金卷款跑路的事实，我们只能得出这样的结论——格林斯潘如果不是老眼昏花就是坚持己见，对外界现状充耳不闻。美国财长鲁宾至少承认前期的大牛市蒙蔽了很多投行的感官，让它们对风险的敏锐变得迟钝起来。他还向国会表示：“经历过五年、六年或七年的市场稳定，放贷机构（银行）自然会变得粗心大意。”[22]

金融市场总是公平的，莽撞行事者一定会遭到无情的打击。为长期资本管理基金提供贷款的银行逐渐意识到，正是它们之前宽松怜悯的态度使得这场危机变得越来越严重。通常来说，如果客户还贷违约，银行便会没收他们缴纳的保证金。从理论上说，这样操作早就把长期资本管理基金掏个一干二净了，根本不会出现现在的局面。正是因为银行答应了免垫头提供贷款的条件，这只基金才敢在交易中把风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险放至最大水平。现在如果它出现违约，银行不但一分钱赚不到，还会被基金一起拖下水。

这下子各大金融机构的大佬们傻眼了，为当初的做法感到懊悔不已。美林银行风险管理主管丹尼尔·拿坡里无奈地说："我们根本想不到这些人会出问题，他们可是风险管理专家啊！这可是他们传授的理论和设计的模型啊！"这位主管曾经如此热衷于爱尔兰的高尔夫球赛，对基金合伙人简直崇拜到了极点。他接着说道："跟我们打交道的可是诺贝尔奖获得者啊，谁能想到他们会出错呢？"这难道不是巨大的讽刺吗？只有最顶尖的天才才能让华尔街陷入水深火热的危机，普通人哪里玩得转金融，哪里搞得出这么大的市场泡沫呢？

面对基金的信贷网络逐渐被收紧的事实，即将和伯克希尔-哈撒韦公司合并的通用再保险公司开始每天和长期资本管理基金"竞价"，即确定其交易的实际价格。通用再保险公司延伸品业务伦敦主管托尼·伊利亚曾和长期资本管理基金进行过日元互换交易，担心形势不妙的他连忙在半夜起来，通知东京方面准备好对这家基金提起诉讼索赔。

J. P. 摩根也不例外，这家为格林尼治提供过资金的银行也在详查对长期资本管理基金的风险敞口，以便为可能发生的违约做好索赔准备。银行一位高管坦言："事情的结果恐怕会相当难看。"基金破产并不能阻止衍生品交易对方占有抵押物，如果长期资本管理基金申请破产，公司的传真件马上会收到50多家交易对手发来的索赔信。实际上，只要基金7000多笔延伸品合约中任何一笔出现违约，结果都会自动引发所有交易对手的全体违约，总价值高达1.4万亿美元。目前的形势简直可以用千钧一发来形容，破产这个念头甚至连想都不敢想，基金律师连这个词儿都不敢提起。就像《皇帝的新装》里的那样，每个人都小心翼翼地维护着美妙的谎言。"要是有一只基金亏损得太多，你觉得会不会是那个？"——律师们交谈起来就像打暗语一样。尽管谁也不敢拆穿真相，梅里韦瑟却很清楚，拯救公司已经只剩下不到一周的时间了。

长期资本管理基金的老东家所罗门美邦一直都对这次援助活动保持旁观态度。但是9月16日那个周三，所罗门美邦也展开了行动。银行派出股票风险主管罗布·阿德里安、衍生品交易主管安迪·康斯坦和韦尔的儿子马克·韦尔，前往格林尼治参加高盛和其他投行举行的有关该基金业务的全面会谈。下午4点等他们到达时，会议已经结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

阿德里安发现公司出奇的安静，各个房间大门紧闭，交易厅内空无一人。哈贾尼把他们带进一间办公室，直言不讳地称这次会议只有一个议题：筹钱。[23]

哈贾尼表示可以让他们看一下基金的账簿，实际上这些在华尔街已经不是秘密了。小韦尔知道父亲对套利交易的憎恶，了解具体财务信息只会增加所罗门美邦在相关交易中的损失，因此拒绝了这一好意。随后，一行人离开了长期资本管理公司。

次日，所罗门美邦派出了更资深的团队，成员包括史蒂夫·布莱克、托马斯·马哈拉斯和彼得·赫希。此时，基金的亏损情况已经让哈贾尼感到震惊了。在过去的5个交易日中，长期资本管理基金又亏损了5.3亿美元。由于来势凶猛，亏损局面似乎比过去更加严重。9月10日，周四，基金亏损1.45亿美元；周五亏损1.2亿美元。接下来的一周，情况并没有出现好转，周一亏损5500万美元，周二亏损8700万美元。9月16日，周四，这一天的亏损尤其严重，达到1.22亿美元。仿佛像是《圣经》中描述的大瘟疫一样，基金的亏损简直是没完没了了。哈贾尼开始仔细分析亏损情况，其态度冷静得就好像这些是别人家的损失。他感到纳闷的是，为什么长期资本管理基金的多样化投资策略竟完全不起作用？8月的亏损还可以理解，可9月该怎么解释呢？为什么这个月的市场形势没有回归呢？这让他觉得十分不解。美国互换价差达到惊人的83个基点，英国更加离谱，竟然达到88个基点！长期资本管理基金仅在这两项交易中的头寸就足以让公司走向破产了。哈贾尼不由得大骂华尔街，特别是高盛银行的冷酷无情，居然联合起来对其他基金落井下石。[24]

骂归骂，合伙人要想让基金改变局面还是得靠高盛出手救助。罗森菲尔德等人一周来不停地在和高盛联系，大家内心的绝望也在与日俱增。高盛一开始还挺乐观，但迟迟筹集不到资金让它也失望起来。现在长期资本管理基金需要的可不是20亿美元，而是40亿美元了，这简直是个天文数字。9月17日，周四早上，梅里韦瑟、希利布兰德、罗森菲尔德和默顿前往高盛银行敦促募资事宜。科尔辛和高盛首席财务官约翰·泰恩把他们引进了会议室。

罗森菲尔德开门见山地表示：“高盛是我们的最后一根救命稻草了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当天下午，梅里韦瑟向比尔·麦克唐纳汇报长期资本管理基金的艰难处境。颇具讽刺意味的是，这一天基金竟然盈利了，这可是整个9月以来的头一回。只不过，这笔利润只有区区600万美元，不但来得太迟，而且根本不够扭转形势。截至当时，长期资本管理基金的股本仅剩下15亿美元了。自俄罗斯政府违约以来，短短一个月的时间里，基金就出现了如此巨额的亏损，实在是令人不敢想象的。在这一个月中，长期资本管理基金一下子损失了五分之三的股本，华尔街又多了一个即将倒下的传奇公司。

周五，长期资本管理基金得到了高盛的回复。泰恩表示没有几个投资者出得起这只基金所需的资金。巴菲特和索罗斯或许有这么多钱，但长期资本管理基金已经联系过这两人了。实际上，高盛客户名单上的投资者几乎全都被基金接触过。就在这天早上，高盛投资顾问彼得·克劳斯还在和巴菲特联系过，但巴菲特再次重申，就像他对希利布兰德所说的那样，自己对这笔投资不感兴趣。其他投资者听到长期资本管理基金也是连连摇头。显然，高盛这根最后的稻草也救不了他们了。最后，泰恩毫不掩饰地说出了自己的看法——纵观当前形势，长期资本管理基金已经是在劫难逃了。

但是高盛并没有放弃努力，克劳斯和巴菲特当天又进行了几次通话。对巴菲特来说，投资这只基金有一个最大的障碍——他不喜欢基金复杂的合伙人结构。巴菲特毫不关心它有多少支线基金，更不想参与长期资本管理基金的内部争斗。正是出于这个原因，他早在几十年前就确定了公司的合伙人结构，现在根本不需要其他人参与其中。不过巴菲特向克劳斯表示，如果不参与公司管理，只是收购长期资本管理基金的投资组合（目前正是低价收购的好时机），并且不用和梅里韦瑟及其员工或公司出现纠缠，这样话倒是可以接受。在此基础上，两人探讨了伯克希尔和高盛联合收购长期资本管理基金资产的可能性，或许还要加上保险公司美国国际集团共同联手。此外，克劳斯还向科尔辛汇报了这一微弱进展。整整这一天，高盛都在围绕这个想法做文章。

长期资本管理基金方面，危急形势已经变得刻不容缓。合伙人们收到了贝尔斯登银行的来信，明确表示突破5亿美元的担保金底线将停止业务清算——基金再退一步就会跌入万劫不复的深渊。无奈之下，现在只能找大通曼哈顿要循环贷款了。长期资本管理基金虽然有权随时取用这笔资金，但合伙人还是觉得应当先征求一下对方的意见。于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是，马林斯致电戴维·普夫卢格。在富利银行逼宫长期资本管理公司时，普夫卢格曾仗义地接过偿贷重担，这一次他还会出手相助吗？

普夫卢格仔细盘算了形势，他知道以大通曼哈顿为首的银行财团如果出资，这笔钱很可能一去不回。但是，大通曼哈顿拒绝出资就会形成违约。此外，他更担心的是长期资本管理基金的倒闭会使整个华尔街的形势雪上加霜。对这家银行来说，华尔街可是万万丢不得的最大客户。左思右想之后，普夫卢格给大通曼哈顿董事长沃尔特·希普利打电话称："我们毫无选择的余地。"

与此同时，长期资本管理基金投资的市场正在加速崩溃。股市波动率狂飙到35个百分点，美国互换价差扩大到84.5个基点，而且形势还在继续恶化。抵押债业务价差增长了7个基点，垃圾债券增长了5个基点。道琼斯工业股指下跌218点，日本股市跌到了自1986年以来的最低水平。

周五晚上，罗森菲尔德致电J.P.摩根银行的彼得·汉考克。罗森菲尔德和汉考克住在同一个城镇，两人的孩子也在同一个学校上学。一向冷静的汉考克变得非常不安，贝尔斯登银行决定停止清算业务的消息让他目瞪口呆。罗森菲尔德向他透露，长期资本管理基金很可能熬不过下个星期了。基金不但失去了所有的信贷，有关其交易头寸的漫天谣言（其中很多是虚假或夸大其词的）更是让合伙人感到苦不堪言。

就在两人沟通时，罗森菲尔德突发奇想，建议由J.P.摩根出面联系高盛银行的泰恩。截至当时，这还是头一次有人想到让银行出面协调整个救助活动。当天晚上，汉考克就给泰恩打了电话。

这天晚上，一直在为筹款事宜奔波的克劳斯，正在纽瓦克陪着妻子和客户欣赏贝多芬音乐会。幕间休息时，克劳斯跑到剧院门口的付费电话亭，给巴菲特打了个电话，两人在电话中敲定了有关收购活动的几个细节。随后，巴菲特说要出去旅行，克劳斯回到音乐会现场，对妻子和客户只字未提。紧接着，巴菲特致电通用再保险公司（伯克希尔即将收购这家公司）的约瑟夫·布兰登，对他说："长期资本管理基金快不行了，可能撑不了多久了。不管是谁申办保险，没有抵押物或保证金绝不办理。记住，绝不办理！"说完，巴菲特便登上了前往西雅图的飞机，准备和比尔·盖茨组织的团体参加为期两周、在阿拉斯加和几个西部国家公园的度假之旅。[25]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看起来，亿万富豪巴菲特很快就要出手援救长期资本管理基金了，这一幕和他七年前对所罗门兄弟债券公司的援救何曾相似。不过，科尔辛觉得这件事应当让美联储也参与进来。于是他通知了麦克唐纳，后者又和各大投行主管都通了气。毕竟这可不是一件小事，长期资本管理基金对任何一位银行大佬来说都具有举足轻重的影响力。再说，他们也担心基金一旦破产，势必会对市场造成极大的破坏。

出于这些担心，科尔辛提出由高盛向美联储汇报长期资本管理基金的投资组合。梅里韦瑟同意向美联储汇报，但是觉得还是由自己这边直接汇报比较好。周六，马林斯致电麦克唐纳，邀请美联储官员拜访长期资本管理公司位于格林尼治的办公室。

另一方面，麦克唐纳也在不停地思考长期资本管理基金的问题。他知道自己早晚要插手这件事，也知道这样做必然会让美联储招致批评。作为监管机构，美联储既是保护人也是仲裁人。麦克唐纳不愿意引发公众关注，他更希望躲在幕后发挥影响力，通过威逼利诱等手段达到最终目的。在他看来，最理想的方式是由华尔街头面人物共同商讨一个救助方案。为此，他和美联储纽约分行董事长约翰·怀特黑德商议了很久，讨论究竟由谁出面比较合适。曾几何时，花旗董事长沃尔特·瑞斯顿和高盛掌门人格斯·利维可以在华尔街呼风唤雨。一百多年后，J.P.摩根总裁老摩根也能力挽狂澜。但是现在谁还有这样的影响力呢？麦克唐纳和怀特黑德的答案是：如今根本没有这样的人物。华尔街的确人才辈出，但是像老摩根这样的领袖却是百年难遇。因此，美联储虽然同意接受汇报，但并不准备发挥主导作用，麦克唐纳只想迈出第一步。

这次会议的日期定在周日，但周六晚上麦克唐纳必须飞往伦敦公干。他决定继续举行会议，否则的话会向市场传达不安的信号。因此，他的副手彼得·费舍尔被临时任命参加这次会议。麦克唐纳在离开之前向格林斯潘和财长鲁宾做了通报，称长期资本管理基金的募资活动已经失败。[27]

这时的高盛仍在为筹款努力活动。凑巧的是，在瑞士工作的瑞联银衍生品业务专家戴维·索罗正好在纽约参加朋友的婚礼，科尔辛想办法联系到他，问对方是否有兴趣联合出资投入长期资本管理基金。索罗的回答是：“你难道不知道我们是这家基金最大的投资者吗？我们的利益目标好像并不一致。”科尔辛气得挂掉了电话，他已经对拯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

救这只基金感到彻底厌倦了，这群合伙人把一切都蒙在鼓里，什么也不让他知道。

周六，科尔辛还拨通了巴菲特的电话，此时这位大富豪正在阿拉斯加的冰雪峡湾中畅游，手机信号差得要命。回忆起当时的情形，科尔辛感到很是气恼：“你有急事要详谈，恨不得说上一两个钟头，他却有闲情逸致游山玩水。”[28]对巴菲特来说，能够和比尔·盖茨同游可谓十分难得的机会。他说：“船上的人都在争先恐后地看驼鹿，我却在想办法接通卫星电话，那里的信号实在是太差了。”[29]

无论如何，他还是在电话上表明了自己的观点。巴菲特愿意让高盛接手所有细节工作，但是这笔投资绝对不能让长期资本管理公司管理，也不能和梅里韦瑟有任何瓜葛。说完，这位亿万富豪便挂掉了电话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第10章　营救行动

市场很可能会停止运行。

——美联储纽约分行总裁　威廉·麦克唐纳

美国联邦储备银行成立于1913年。组建该系统的原因有很多，其中最重要的一点是民众不再信任私营银行对金融市场的操纵。美联储成立之前，政府已经没有有效的手段控制国家的经济周期，也无力缓解困扰华尔街的周期性危机。结果，政府只能向私营银行寻求帮助。在美国进步运动时代之前，出于不信任心理和监管需要，人们急需一家能够代表公众利益的银行。美联储就是在这样的背景下应运而生的，自成立伊始，它就一方面为大众服务，另一方面又跟私营银行和华尔街保持密切关系。可以说这是一个很敏感的角色，因为美联储既要监管银行又不能袒护其高管。它必须保护市场的正常运转，同时又不能和被监管的银行走得太近，否则便会有失公允。

美联储经常在公众视野中出现的部门是位于华盛顿特区的管委会，其最重要的任务是调整美国的短期利率。这个部门的主席可以说是美国的“首席反通胀官”，或者从更大层面上讲，是整个国家经济的守护者。在历任该职务的官员中，1987年上任的艾伦·格林斯潘或许是其中最受尊敬的人物，这主要归功于他在任期间美国经济的辉煌表现。要是格林斯潘的公众表达再搞得令人费解一些，他的高大形象简直可以被视为美国经济预言师了。

普通民众并不知道的是，格林斯潘的工作必须依靠美联储各分行的支持，特别是纽约分行，它扮演着为华盛顿提供市场信息的角色。人高马大的威廉·麦克唐纳是纽约分行总裁，他和各大投行都保持着密切关系，市场中打听到的任何消息都会呈报给格林斯潘。彼得·费舍尔是麦克唐纳的副手，1998年时这位美联储官员42岁，可谓平步青云，从哈佛大学法学院一毕业就加入了美联储。费舍尔负责管理美联储的交易部门，监管4500亿美元政府证券的投资组合。格林斯潘想要收紧或放松货币环境时，费舍尔和手下们就会按照指示买入或卖出证券。[1]

费舍尔是个一米九的大个子，长着一头灰白的卷发。早在长期资本管理基金出现危机之前，他就一直在关注对冲基金。在他看来，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

冲基金不过是一种新型金融工具，把以前商业银行负责的部分工作（如放贷和投资）转移到了专业人士手中。例如，20世纪80年代拉美诸国出现偿贷危机之后，由此造成的坏账只能由几大银行自行承担。但90年代墨西哥出现违约时，风险就转嫁到了几十只对冲基金和共同基金，以及它们的投资者身上。正是这些群体，接手了银行向新兴市场提供资本的传统角色。费舍尔对对冲基金的看法和默顿的观点基本相同，即长期资本管理基金实际上就是一家银行。

只不过，长期资本管理基金并不是真正的银行，美联储对对冲基金也没有监管权力。如果费舍尔要求查看这家基金或其他对冲基金的账簿，从理论上说，对方完全可以予以拒绝。但是在实际工作中，费舍尔会定期和对冲基金交易员沟通，这些交易员会开诚布公地分享对市场的看法，相当于默许了美联储对基金的监管。9月的这个周日，费舍尔接到了长期资本管理基金的会议邀请。

费舍尔一家住在新泽西州枫树县，一个和格林尼治相差甚远的中产阶级小镇。他原本计划去看儿子和女儿在周末参加的足球赛，接到通知后马上和助手迪诺·科斯驱车前往格林尼治。到达长期资本管理公司后，两人碰到了加里·根斯勒，此人是前高盛合伙人、时任美国财长鲁宾的助理秘书，以及另外一位美联储官员。

长期资本管理公司的办公室一片寂静，桌上电脑开着却不见员工。马林斯等合伙人把众人领向会议室，途中经过一个房间时，费舍尔看见雅各布·戈德菲尔德正带着高盛团队查阅长期资本管理基金的交易资料。

寒暄过后，希利布兰德向几位官员展示了一份文件。这份文件即所谓的“风险总结书”，由于事关机密，大部分公司员工对此都毫不知情。长期资本管理基金之所以在外界眼中像一个谜，是因为它的很多头寸包括多个交易。它的衍生品交易更是令人头疼，其中的合约数量非常惊人，每一笔交易又涉及很多对冲合约，复杂程度令人咋舌。风险总结书的作用就是对庞大的投资组合进行简化，提炼出基金在每一个市场中的风险敞口。

费舍尔就像审视X光片一样对这份报告仔细研究起来。随着汇报的深入，他意识到这只基金已经病入膏肓。在这份报告中，每一个市场的风险敞口都用数据列成一行，然后按照分类用方框把几行合并在一起。例如，第一个方框的标题是“LT003账”，交易内容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是“USD（FI/US）”，即美元固定收入类产品。其中第一行记录如下：

USD_Y-shift...2s-10s@45...-2.80...5 y-sh…14.00

这一行表明基金在两年期和十年期国库券收益率曲线价差交易中的风险敞口，当时的价差为45个基点。这个价差每出现5个基点的移动，长期资本管理基金就会盈利或损失280万美元。这项交易的一年的预计波动率5个这种水平的移动，也就是说，根据模型预测基金在这项业务中一年最大的风险敞口不会超过1400万美元。

第二行显示的是“USD_Z+D-shift”，指的是基金在短期利率变动业务中的风险敞口。一直看到第五行，费舍尔终于发现了让人心惊肉跳的数字。这一行显示的是“USD_Swap Spread”，表明基金的风险敞口为2.4亿美元——前提是假定互换价差按历史波动水平保持在每年15个基点。鉴于1998年当年互换价差就已经达到40个基点，这个假设前提实在太不靠谱了。在这份报告中，仅第一页就列出了25条记录，所有记录加起来足足有15页之多，每一笔记录的风险敞口都达到几千万甚至上亿美元，你想想加在一起这个风险该有多大？

介绍到国际交易时，希利布兰德向费舍尔展示了几行记录，其中包括英国的债券和互换业务、丹麦的抵押债、新西兰的利率互换、中国香港的债券，以及瑞士、瑞典、德国、法国和比利时相关业务的风险敞口。此外，费舍尔还看到了意大利、西班牙和荷兰的债券交易。

在接下来的记录中，费舍尔看到了基金在股票方面的投资风险。股市波动率交易的记录之多让他感到十分震惊。再往后是长期资本管理基金在新兴市场投资的风险敞口，其中包括巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉、韩国、波兰、中国、中国台湾、泰国、马来西亚和菲律宾。在俄罗斯一栏中共有三条记录，其中一条是“俄罗斯硬通货单向”，指的是基金毫无对冲保护的单向投机对赌操作。

乍一看，这么多不同类型的交易全部同时暴跌似乎不可理喻。但是仔细分析投资组合之后费舍尔发现了门道：长期资本管理基金的交易是存在关联的，早在危机发生之前就是彼此相关的。费舍尔心想：“原来他们在世界各地都在做同样的价差交易。”金斯勒也有类似的感觉：这么操作的话，危机一旦出现必然会暴露出不同交易之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的内在关联。换句话说，全球市场是彼此相连的，地震来了谁也跑不了。这么浅显的道理，为什么长期资本管理基金竟然看不出来呢？

看完风险总结书之后，合伙人又拿出一份文件，里面记录的是基金相对于每个交易对手的风险敞口。从理论上说，它的交易对手不会吃亏，因为有担保物存放在他们那里。但是如果基金突然破产，这些交易对手都会急不可待地抛售担保物，从而导致其价值出现暴跌。再说，长期资本管理基金互换业务的每一个交易对手都在“玩单边”，即在下家不存在的情况下单向持有合约。由于大家都想中和单边交易的风险，这样就会在市场中形成类似银行挤兑的效应。这种情况一旦发生，长期资本管理基金17家主要交易对手，如美林、高盛、J.P.摩根、所罗门美邦等银行，马上会出现总额高达28亿美元的亏损。

费舍尔看着这些数据心想：“这要在市场正常状态下还说得通。”但是现在的市场状况一落千丈，这些银行的亏损也会迅速放大。经过一番心算，费舍尔把潜在的亏损调整为30亿~50亿美元，实际上即便这些数字也只是保守猜测。现在的情况是不但长期资本管理基金被套牢，而且整个华尔街也已被市场套牢。谁知道这些亏损什么时候会累及整个金融系统呢？谁知道整个系统的崩溃点在哪里呢？费舍尔听的汇报越多，内心感觉情况越糟糕。他直言不讳地说：“我担心的不是交易会萎缩，而是市场可能完全失灵。”

了解基金状况之后，大家开始想办法解决问题。金斯勒指出，1990年垃圾债券之王德崇证券申请破产，这个举动有效缓解了市场的恐慌情绪。

但理查兹表示现在的情况不一样了，长期资本管理基金破产也无济于事，只不过是提醒交易对手准备好争抢其担保物。德崇证券引发的危机仅限于债券市场，和衍生品交易无关，而长期资本管理基金的情况要复杂得多。费舍尔很清楚，想要厘清盘根错节的各种互换业务完全是毫无希望的。再说，这只基金的交易根本找不到下家接盘，股市波动率这种业务没几个人搞得懂。金斯勒垂头丧气地说：“这回碰上新麻烦了。”

来自贝尔斯登银行方面的压力让基金合伙人感到非常恼火。费舍尔意识到，现在长期资本管理基金需要的是喘息空间。经过一番讨价还价，双方想出了一个方案。如果组织各大投行四天后，即周四，来格林尼治碰头，基金将以最大的诚意和信任与他们分享交易信息，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样是否能解决问题呢？经过快速研究，这些投行可以在下周末的拍卖会上出价收购基金的资产。这样一来，周一市场开盘时长期资本管理基金就可以全身而退了。

但是这个方案有一个问题，理查兹提醒到：长期资本管理基金的股本只剩下15亿美元了。扣除存放在贝尔斯登银行的现金、交付给其他银行的保证金和其他费用，可流动的现金只有4.7亿美元。现在，基金每天的亏损都高达上亿美元，也就是说，长期资本管理基金可能根本撑不到周四。

此时已是周日下午4点，离东京市场开盘只剩下不到几个小时了。双方花了6个小时研究问题却没有任何解决办法。几位官员走进另一个房间，金斯勒开始打电话向财政部汇报情况。美国中期大选还有6个星期就要举行，经济表现将会成为政府手中的主打牌，这个时候绝对不能出现金融危机。回到会议室，费舍尔表示："我们双方都很镇定，但是白宫方面已经炸开了锅。"然后，他把目光转向了梅里韦瑟。梅里韦瑟说："无论结果如何，我们都希望这个问题得到正确处理。"费舍尔对此表示感谢，并称："你是第一个事先向我们通报情况的人。"

周日下午，科尔辛再次和巴菲特通话，此时他还在阿拉斯加游山玩水，对收购长期资本管理基金的态度仍然十分暧昧。当晚，科尔辛致电费舍尔，称私下援救行动凶多吉少。这时费舍尔突然蹦出一个念头："我们下周末一起去趟格林尼治怎么样？"就这样，这位美联储官员第一次诞生了组织各大银行联手营救的想法。这还要归功于科尔辛，要不是觉得巴菲特不靠谱，他还想不到这个办法。[2]

J.P.摩根也有类似的想法。J.P.摩根在东京和伦敦的分析人员过去一整天都在下载长期资本管理基金的交易文件，和之前高盛和美联储的做法差不多。他们惊奇地发现，这只基金的交易并没有想象得那么另类，它们虽然规模庞大但并不陌生。不过长期资本管理基金作为一只债券基金，重仓投入股市交易倒是让J.P.摩根颇感意外。

J.P.摩根认为有两种选择，一是任由基金倒闭，各家投行根据持有的担保物自担亏损。根据J.P.摩根的估算，几大银行会出现5亿~7亿美元不等的损失。另一个选择是，J.P.摩根出面买下基金投资组合的大头。但是这样会带来另一个问题，由于其他投行也知道长期资本管理基金的投资组合，任何一家银行独自行动都会沦落为第二个长期资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本管理基金，从而导致华尔街的集体围攻。因此，这件事只能全体参与，绝不能一家独大。

科尔辛的看法和J.P.摩根如出一辙，于是他在周日下午打电话给美林银行董事长科曼斯基汇报情况。出生于纽约布朗克斯区，科曼斯基拥有一半俄罗斯东正教犹太血统和一半爱尔兰天主教血统，接到电话时他正在为犹太新年做准备。科尔辛说："长期资本管理基金陷入了大麻烦，估计撑不了两天就要破产。"他说高盛已经派人去过格林尼治，但是没有提查阅该基金账簿的事，也没提高盛和巴菲特正在考虑联手收购的事。

正在过节的科曼斯基没有心情考虑这些。了解情况之后，他把问题丢给了最为信赖的老部下——美林总裁埃里森。晚上10点半，科尔辛在打高尔夫时接到了埃里森的电话。就这样一点一点地，华尔街各大投行的高管们辗转得到了这一消息。正是这些银行的粗心大意、信贷放水以及对VIP客户的一味逢迎讨好，才导致了今天华尔街的集体惨败。出于本能，它们应当尽最大努力拯救长期资本管理基金的资产，但按照现在的局势，这样做很可能会把自己也拖下水。于是乎，这些银行的态度慢慢转变到了另一面：先观望形势，再联合行动。

9月21日，周一，又是一个糟糕的交易日。美国互换价差攀升至87个基点，英国更是激增到95个基点。流通国库券和非流通国库券（两者都是非常安全的美国政府信贷产品）之间的价差暴涨到19个基点。一个月之前，这一价差还保持在6个基点的正常水平。市场中的产品价格已经跌到了令人麻木的程度，仿佛所有交易员全都在抛售跟长期资本管理基金有关的任何交易，哪怕一点点风吹草动也会让他们精神崩溃。银行也在落井下石，千方百计地争夺能抢到手的担保物。所罗门美邦总裁史蒂夫·布莱克从东京下属那里听闻，高盛正在对长期资本基金的交易（特别是互换业务）趁火打劫。高盛也反唇相讥，指责所罗门美邦在欧洲市场也没少占这只基金的便宜。[3]

中午时分，一笔不大的交易让股市波动率再涨3个百分点，达到38%的惊人水平。期货市场表现为股市动荡发挥了推波助澜的作用，几乎每个月都会制造一次崩盘。罗森菲尔德认为这种现象简直不可思议，就好像波动率上涨完全是因为交易者知道长期资本管理基金现在好欺负一样——话说回来，当时的情况也的确如此。[4]市场中的人为操纵导致基金亏损了1.2亿美元。正如马通纳当初预言的那样，俄罗斯危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机不过是长期资本管理基金走向崩溃的导火索，真正致命的一击来自市场中交易者的围剿。

周一，仅仅一天之内，长期资本管理基金就亏损了5.53亿美元，和上个月整月的亏损额相当。从百分比来看，这一天的损失尤为糟糕，基金一下子损失了三分之一的股本，剩下的已经不足10亿美元了。此时基金还有超过1000亿美元的资产，即使忽略衍生品交易不计，其杠杆水平也超过了100倍，简直说是金融投资史上疯狂的奇迹。现在只要再亏损1个百分点，长期资本管理基金就彻底玩完了。

虽然具体亏损程度要到闭市之后才能最终确定，但基金合伙人早就清楚这个周一必然是一场严峻的考验。基金律师理查兹打电话给贝尔斯登银行执行副总裁沃伦·斯佩克特，威胁称如果贝尔斯登停止清算就提起诉讼。理查兹很清楚，现在基金已经到了山穷水尽的地步。随后，他又联系大通曼哈顿，要求立即从循环贷款中支取5亿美元。

几分钟后，银行财团中的24家成员开始集体抗议了。理查兹和基金财务总监布鲁斯·威尔逊坚持表示，这些银行毫无选择，只能按照协议提供贷款。不过，这家基金公司能否挺到它们把资金准备好呢？普夫卢格表示大通曼哈顿会提供贷款，随后他给其他银行打电话表明了个人观点，称它们也必须提供贷款。就这样，长期资本管理基金拿到了4.75亿美元，其中大部分都是当天到账的。（只有法国农业信贷银行拒绝提供贷款。）但这笔贷款并没有投入基金的股本，而是全部存放到了贝尔斯登银行做保证金。合伙人认为，这样或许可以让基金再坚持上几天。

美联储方面，费舍尔通过电话联系了高盛的科尔辛和泰恩、美林银行的埃里森，以及J.P.摩根董事长道格拉斯·华纳。从交谈中费舍尔得知，私下营救长期资本管理基金的努力已经失败了。更糟糕的是，市场正在滑向崩溃的边缘。这让他越发强烈地意识到，必须动员这三大银行采取集体行动了。埃里森和科尔辛当天也谈了很久。埃里森不像其他交易员那样争强好胜，自然倾向于联手营救行动。科尔辛还在暗箱操作巴菲特这张底牌，也同意联合行动，只不过是将其作为备用计划。同一天，科尔辛还联系了美国国际集团董事长莫里斯·格林伯格，说服这家保险公司加入高盛和巴菲特的联合收购活动。美国国际集团拥有衍生品业务方面的专业经验，拉上这家公司入伙会为他们的计划增加胜算。云游在外的巴菲特虽然联系不上，不过已经明确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表达了自己的行动计划：全盘收购长期资本管理基金的交易，稳定投资者和市场信心，等待价格上涨，然后再翻手卖出。

此时在J.P.摩根银行，总裁门多萨、全球债券主管彼得·汉考克和股市业务主管克莱顿·罗斯也在商议独自行动的计划。奇怪的是，当初一手成就长期资本管理基金的美林银行，反而是三大行中对于整件事了解最少的。埃里森决定有必要获取更多的信息，周一中午，他专门派一支团队乘直升机前往格林尼治，想知道这家客户究竟沦落到了怎样的境地。正在准备犹太新年的希利布兰德和罗森菲尔德向他们介绍了基金的投资组合。现在，市场上还有谁没看过这些资料？梅里韦瑟依然冷静异常，坦诚地向来宾表示："是我们误判了市场。"

但是梅里韦瑟依然认为长期资本管理基金的交易是稳健的，只要能挺过短暂的流动性危机就会重新焕发生机。他实在太想让基金坚持下去了。对他来说，基金就像心爱的恋人，只要能穿越风暴抵达终点，他们就能紧紧地彼此拥抱。只可惜没完没了的保证金要求、来自同行的明枪暗箭、漫天散布的市场谣言、高盛之流的唯利是图……他已经无法继续承受了。

看到长期资本管理基金的交易数据，特别是在股市和欧洲互换业务（比美国互换业务流动性低得多）领域的巨额头寸，美林团队吓了一大跳。理查德·邓恩问道："你们有没有意识到自己的头寸有多大？"[5]这个问题似乎让对方感到有些困惑。还有一个现象让美林团队感到纳闷，无论他们走到哪里，都会看到高盛交易员戈德菲尔德的身影。这家伙总是俯身在笔记本电脑上忙碌着，压根儿都没正眼看过美林方面的人员。

周一晚上，伦敦，此时的格林尼治还是下午时分。瑞联银总裁安德鲁·西西利亚诺决定亲自去看看长期资本管理基金的状况。在搭乘协和号飞往美国时，他遇到了哈贾尼，飞机降落后，两人不顾时差困扰，跳上汽车直接开往格林尼治。到达目的地时，梅里韦瑟、罗森菲尔德、默顿和斯科尔斯等人正在会议室开会。高盛的人还在公司里翻箱倒柜，好像刚刚占领滩头阵地的军队。会议室内怨声载道，合伙人不停地抱怨高盛的人用手机通知纽约方面搞内幕交易。实际上他们根本不清楚人家电话里在讲什么，只不过现在大家都成了偏执狂，坚信人人都在密谋对付这只基金。说完高盛，他们接着把怒火冲向贝尔斯登银行，毫无来由地暗示是这家银行泄露了基金的致投资者信。这群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人似乎忘记了当初自己是怎么对待各家银行的，现在反而口口声声地说遭到了盟友的抛弃。[6]

罗森菲尔德再次（已经不知道有多少次了）介绍起基金的投资组合，按照交易规模一一道来。作为在场唯一的局外人，西西利亚诺这次发现居然没人反对他来参会了。这也不难理解，如今的长期资本管理基金已经毫无秘密可言。实际上，合伙人甚至十分欢迎西西利亚诺的加入。现在他可是公司联系外部世界的桥梁，这一点正是合伙人们迫切需要的。他们恳请西西利亚诺向金融界传递消息，证明基金的交易是合理可靠的，只有这样才能吸引到新的资金。他们还在自我推销，只不过这一举动似乎充满了自欺欺人的味道。就像一罐变质发酸的牛奶，合伙人的内心中正在迸发复仇的泡沫。只要基金能争取到新的投资，市场价格马上就会回归，让那些围攻过基金的投机分子跪地求饶。

整个周一，市场上的小道消息正一点一点地下压格林尼治方面的卖价。奇怪的是，主流媒体方面对此却一致保持沉默。自从9月2日梅里韦瑟致投资者信被公开后，媒体方面对这只对冲基金再无任何报道。华尔街的专家们都在期待克林顿总统就性丑闻一事向国会提交作证的录像带，据称这个消息会给市场带来负面影响。费舍尔倒不这么看，他觉得这件事和华尔街没什么关联，长期资本管理基金才是拖垮市场的问题所在。

和各大投行接触之后，费舍尔得出的结论是华尔街愿意联手营救这只基金，但鉴于银行之间的互不信任和竞争关系，谁也不想牵头组织这件事。这么看来，结果只能由美联储出面了。科尔辛权衡利弊之后也得出了同样的结论。万一高盛的独自营救失败，他可不想和各大投行搞自由竞争。因此，打着美联储的旗号联合其他银行共同行动才是上策。与此同时，美林银行的埃里森也在催促费舍尔，让他牵头组织华尔街投行一起行动。[7]意识到行动时间已经不多，费舍尔决定邀请三大行到美联储开个早餐会。

早餐会上，费舍尔强调他和麦克唐纳并不担心长期资本管理基金的亏损，也不担心各大投行可能出现的亏损。（基金的）17个交易对家银行，如果按30亿~50亿美元的总亏损平分的话，每家最多3亿美元，这个损失是完全可以承受的。就算承受不了，那也是华尔街投行自己拿股东的钱打水漂儿，没道理向美联储求助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费舍尔担心的更大问题是“系统风险”。如果长期资本管理基金倒闭，所有为其提供贷款的银行匆忙无序地清算其交易，他担心这样伤害的是整个金融体系，而不只是几家银行。格林斯潘后来用“市场停滞”这个词来形容这种伤害，即市场高度混乱导致的功能失灵，也就是说所有交易方全都停止交易的情形。[8]麦克唐纳也有这样的担心，这么多交易机构在这么多市场出现如此惨重的亏损，结果可能引发恶性循环式清算和利率的极端波动，然后陷入更大范围的亏损。他不无忧虑地表示：“市场很可能会停止运行，时间长达数天或者更久。”[9]

自大萧条时代之后，美国还从未经历过真正的经济崩溃，只不过市场有几次看似滑向了崩溃的边缘。但是出于对金融末日到来的恐惧，人们往往会杜撰出各种可怕的场景，其惨烈程度不亚于自然界的天灾，或是大规模电脑瘫痪等事件。由于概念抽象，谁也说不清系统风险究竟会造成怎样的威胁，就连这个词儿本身的表述都有些让人摸不着头脑。尽管如此，政策制定和管理者们还是希望防患于未然。当费舍尔和三大行沟通时，亚洲已经陷入萧条或衰退，俄罗斯正紧随其后，南美洲也在滑向深渊。在美国，信贷价差的迅速扩大表明金融机构不再提供贷款，向市场传递出明确的经济紧缩信号。就在前一天的9月21日，国库券收益率跌至5.05个百分点。某经济学家曾对《华尔街日报》称：“国库券已经成了衡量市场恐慌情绪的新指标”。[10]换言之，对投资者来说除了国库券以外其他债券全都是废纸。从瑞士到巴西和新加坡，全球股市表现也一落千丈。从华尔街之外进行观察，费舍尔发现美国经济还算良好。现在的情形和1929年秋季不同，当年华尔街大崩盘时美国经济已经陷入全面萧条。的确，尽管财长鲁宾号称这一次是半个世纪以来最为严重的金融危机，但实际上大多数美国老百姓根本没意识到危机的存在。[11]只不过对美联储来说，这次危机显然是无比真切的。

费舍尔邀请的宾客包括美林的科曼斯基和埃里森，高盛的科尔辛和泰恩，以及J.P.摩根的门多萨，一行人在早上7点30分陆续赶到了美联储。如果说银行股价可以反映总裁心情的话，这群来宾无疑个个都垂头丧气。美林现在的股价是54美元，但7月份的时候还高达108美元每股，短短两个月已经跌去了一半。J.P.摩根银行也好不到哪去，股价狂跌超过40%。高盛还没有上市，不过看得出科尔辛最是郁闷。当前市场环境下，哪里还有人敢买股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费舍尔称周日去考察长期资本管理公司，非常担心基金会引发系统风险，三大银行的头脑对此表示同情。会谈中，让美林感到震惊的不是长期资本管理基金，而是自己在债券交易中的亏损。美林银行曾有意回避套利交易业务，没想到竟然会在这个方面吃了大亏。J.P.摩根银行的情况虽然稍好一些，但整个季度的亏损也相当惊人。高盛在8月和9月的交易损失高达15亿美元，堪称三大行中的冠军。（当然比长期资本管理基金还是差上一点。）因此，当费舍尔提到整个金融系统出现危机时，几位来宾马上表示同意。就算不考虑全局因素，从自身角度出发，事实也的确如此。

三大行各自提出了自己的营救方案。科尔辛透露高盛方面有一位潜在的大人物，有希望收购长期资本管理基金的交易。门多萨提出的方案比较复杂，建议为该基金提供贷款的银行收购其债券业务，和基金进行股市交易的银行均摊其股票业务。科曼斯基在长期资本管理基金拥有个人投资，他认为这样操作既麻烦又费时，他和埃里森建议联合愿意投资的银行一同展开营救活动。

但是，如果长期资本管理基金的股本继续亏损的话，任何营救方案都不可能发挥作用。会谈中有人坦言，现在各家银行必须阻止交易员对这只基金的围攻。科曼斯基生硬地说：“该把这帮小子拉回去收拾一顿了。”这话似乎是说给科尔辛听的。科曼斯基后来回忆称不记得是否这么说过，不过他确实听闻高盛交易员把长期资本管理基金全部交易资料下载到个人电脑里这件事，而高盛方面显然对此矢口否认。无论如何，高盛利用内幕消息进行投机交易这件事已经逐渐被三大行高管知晓。科曼斯基称：“虽然不知道谁了解具体经过，但这件事肯定是发生过。”12

9点30分，三大行掌门人结束会谈，约定派两队人马前往格林尼治调查J.P.摩根方案的可行性：一队了解收购长期资本管理基金债券交易的情况，另一队了解收购股市交易的情况。此外，由埃里森带队的第三队人马回到美林银行，研究联合其他银行进行共同营救的可能性。三大行还一致同意，邀请长期资本管理基金的最大投资方瑞联银加入他们的行列。

梅里韦瑟依然冷静地接待各位银行主管，希利布兰德看上去既憔悴又紧张，这位王牌交易员个人投入的高杠杆交易，已经亏损到令人麻木的地步。现在，长期资本管理基金和各银行之间的见面会成了家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常便饭，合伙人已经厌倦了对方毫无诚意的询价。另一方面，由于市场形势变化太快，银行主管们也搞不清楚基金的投资组合到底还值多少钱。采用保守的贴现法进行评估，他们认为各种业务的残值加起来也没几个钱。哈贾尼对这种最低估值的做法感到很愤怒，他对美林主管说："谢谢你们的好意，但是这个股价无法接受，你们应当和我们一起投资。"（而不是趁火打劫。）就像溺水的人在向岸边的救生员发号施令一样，这位王牌交易员中的王牌始终认为自己是不会沉入水底的。

周二又是一个惨淡的交易日，长期资本管理基金亏损1.52亿美元，导致股本金只剩下7.73亿美元。贝尔斯登银行首席执行官凯恩告诉费舍尔，这些钱可以让基金挺过周二，但是周三就不好说了。[13]现在只有24个小时进行营救了，这么短的时间能做些什么呢？J.P.摩根银行提出的方案是死路一条，科尔辛那边的"大人物"迟迟未做定夺，看来只能执行埃里森的计划了。

现年55岁的投行主管埃里森和美林其他高管很是不同，因为美林的大部分主管都是从股票经纪人当中选拔出来的。科曼斯基具有典型的美林形象，年轻时是位身材魁梧风度翩翩的经纪人，虽然没有大学文凭，但却是销售领域的好手。埃里森在耶鲁大学主修哲学，后来在斯坦福大学拿到工商管理硕士学位，一身的书生气。他身材纤弱、秃顶，戴着一副眼镜，一看就是那种注重细节而不是擅长搞关系的人。因此，尽管拥有勃勃雄心，他也只能爬到美林二把手的位置。埃里森非常聪明，可以把复杂的交易条分缕析然后再重新组合到一起。周二下午，在俯瞰自由女神像的会议室里，埃里森和几位银行高管琢磨出了一份详细方案。下午4点，当四家银行和费舍尔进行电话会议时，埃里森已经在纸上列出了可能参与营救行动的银行名单。

埃里森的计划要想成功，必须获得华尔街大多数银行的支持。此外，他向费舍尔建议，召集各家银行的唯一有效方式是让美联储出面，通知它们参加会议。[14]费舍尔表示同意，但强调称美联储只发挥协调作用，不支持任何具体方案，然后便行动起来。下午6点左右，费舍尔和下属打电话给长期资本管理基金的主要交易对手，其中包括美林、J.P.摩根、高盛和瑞联银，通知他们晚上8点到美联储参加紧急会议。正在伦敦向国际银监组织官员介绍衍生品交易风险的麦克唐纳也接到了电话，天一擦黑，他便匆匆登上了返回纽约的飞机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7点，四大行的高管已经和费舍尔碰头了。埃里森的计划是让16家银行各出2.5亿美元；泰恩强调总资金不能低于40亿美元，否则长期资本管理基金的投资组合还会受到市场围攻。除了这两点达成共识之外，四大行在别的问题上产生严重分歧。这笔钱应作为股本投资还是像高管们建议的那样作为临时贷款呢？长期资本管理基金的合伙人是去还是留？如果保留，谁来监督控制基金？科尔辛强烈主张让基金的现有合伙人放弃控制权。直到8点20分，四大行也没争出个结果。与此同时，其他银行的执行官们已经陆续到达美联储，此刻正在会议室外面等待。

费舍尔打断争论，推开大门把其他人引进了会议室。这次聚会可谓相当壮观，参与者都是华尔街精英中的精英。费舍尔看到了所罗门美邦联合执行官德里克·莫恩、大通曼哈顿总裁托马斯·拉布里克、贝尔斯登银行首席执行官吉米·凯恩、瑞士信贷第一波士顿首席执行官艾伦·惠特、摩根士丹利添惠董事长菲利普·珀塞尔，以及雷曼兄弟银行和英国巴克莱银行的高管。四大行方面，费舍尔看到有科曼斯基、埃里森、科尔辛、泰恩、华纳、门多萨、罗斯和戴维·索罗。除了四大行，12家银行共派出了25位高管参加会议——一水儿的中年秃顶老爷们儿。这些大腹便便的高管们虽然彼此并不陌生，但这么短的时间内一下子都聚集在美联储还是让他们很不习惯。大家在柔软的皮质座椅上围坐一团，墙上挂着镶有金框的巨幅油画，会议室内的气氛异常安静。J.P.摩根银行的华纳打破沉默，打趣地说：“各位，银行野餐会时间到了，每家门票2.5亿美元。”

作为政府官员的费舍尔，虽然收入和这帮大佬相比只有九牛一毛，但却是会场中唯一代表岌岌可危的公众利益的角色。费舍尔第一个发言，他的话只有几分钟，表示美联储希望在座的私营银行共同解决长期资本管理基金的问题，以免造成市场的大规模清算，累及整个金融体系。另外，他强调美联储持中立态度，对具体问题并不过问。埃里森事后说：“他那事不关己的语气，就像是把会议室租给我们用用而已。”当然，费舍尔也那么差劲，他也做了不少工作。美联储邀请华尔街全体头面人物开会的机会可不是天天都有，这些银行高管们也很清楚这一点。

环顾整个会议室，托马斯·拉索的第一感觉是有点胆怯，不过身处一帮大佬之间也让他感觉有些满足感。随着争论的进行，这位雷曼兄弟银行的首席法务官逐渐发现了问题所在。他心里暗想：“处于这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么高的职位，这些人是究竟有几个真正了解下面的情况？”虽然银行高管们都接受过尽职调查方面的训练，但对于如何处理这样的危机他们可是毫无经验。

埃里森简要说明了自己的方案，随后四大行出面表示支持。科曼斯基说：“筹集这笔钱并不是我的初衷，但我觉得这样做是正确的选择。”此外，他还提到如果长期资本管理基金破产，美林银行的巨额交易损失马上将会失控。这番话让其他银行也担忧起来。但是雷曼兄弟银行却表示反对，认为不应当由各家银行平摊资金，为什么不各扫门前雪，根据自己的交易风险相应出资呢？泰恩反驳称这样做太复杂，现在已经没有时间了。随后，各家银行都开始打自己的小算盘，你一言我一语地较起真来。大通曼哈顿的拉布里克指责贝尔斯登银行参与制造了这场危机，他知道这家银行还握有优势。贝尔斯登银行每年为长期资本管理基金提供清算服务可以拿到3000万美元的费用，掌门人凯恩个人对该基金也有投资，可是眼下需要出资营救时，这位大佬却一言不发。

很快，华尔街高管们又开始把怒火转向长期资本管理基金。他们曾为格林尼治这帮人提供了所需的一切资源，但四年来，基金合伙人一直对各家银行爱答不理，抢走他们利润最丰厚的业务不说，还天天摆出自命不凡的样子。现在你形势不好了，又反过来向我们求援，这怎能不让各大银行感到心寒？要知道，他们正是因为过于轻信这只基金才会落得今天的下场。有人主张应把基金合伙人全部赶走。是啊，为这帮人筹钱还有意义吗？在会议进行中，埃里森和科尔辛不时地出来给梅里韦瑟打电话，向他通报最新的进展。（每次打电话至少都有两家银行在场，以免出现内幕交易。）梅里韦瑟被银行高管们的怒火吓坏了，喃喃地说：“好，好，我一定全力配合。”

高盛方面的泰恩对长期资本管理基金的现状最为了解，向大家介绍了投资组合目前的风险。与会者一致同意新的资金应作为股本投入基金，但除了四大行之外，其他银行的高管还没有一个做出出资承诺。大家心里是这样想的，即使这只基金破产，每家银行的损失也达不到2.5亿美元。既然这样，又何必拿钱往火坑里扔呢？埃里森提醒到，长期资本管理基金破产会引发难以想象的可怕后果，造成的灾难甚至会超过俄罗斯违约事件。这只基金拥有1000亿美元的资产和1万亿美元的衍生品交易，光是想想都让人不寒而栗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外，基金在股票市场的交易额也高得吓人。要不是有期权形式提供的担保，现在很多投资者根本不敢碰股市，而长期资本管理基金正是提供此类担保的最大机构。这只基金一旦倒闭，很可能造成机构投资者全部撤离股市。显然，在座的银行谁也不想看到股市继续暴跌。会议室内的气氛让普夫卢格感到非常沉重，这一天恰好是他的生日，没想到会如此郁闷地被困在了美联储。

晚上11点，费舍尔建议休会，第二天上午10点再继续。埃里森和美林同事汤姆·戴维斯回到办公室重新起草出资细节。为明确状况，他们每隔一会儿就要给守在格林尼治的梅里韦瑟打电话。凌晨1点，埃里森向科尔辛和门多萨通报进展，他可不希望周三再出什么意外。凌晨3点，巴黎股市开盘，埃里森向长期资本管理基金的法国交易对手发去了关于出资事宜的传真件，然后便回家休息了。他必须在第二天（此时已经是周三）让各家银行做出承诺，这个任务艰巨得连他自己都不敢想象，[15]因为从来没有人在一天之内筹集过40亿美元。

美林银行突然意识到，现在必须马上聘请律师处理相关事务了。菲利普·哈里斯是与美林合作的世达律师事务所的合伙律师，此人曾在长期资本管理基金启动募资时为其提供过服务。但是专营投资基金业务的哈里斯也需要咨询专业人士。凌晨2点30分，他打电话给事务所另一位律师格雷戈里·米尔默，把对方从梦乡中吵醒。米尔默50岁出头，说话细声慢气，头发花白，戴一副金边眼镜，擅长处理破产业务。这个人原来是弹钢琴的，后来在世达律师事务所收发邮件，再后来才上的法学院。哈里斯在电话中说：“有案子了，需要你帮忙。”

米尔默说好，会一大早就去处理。

“不行，你现在就得赶过来！”

米尔默洗浴、更衣，然后开上沃尔沃出门了——在纽约最安静的时刻开车前往曼哈顿。凌晨3点30分赶到公司之后，他马上开始投入工作。

刚刚从伦敦回来的麦克唐纳周三一早就赶到了美联储。美联储旁边有一家超市，超市的手推车乱七八糟地堆在街头，让他的加长轿车在狭窄过道上的行进显得十分笨拙。抬头仰望，美联储大楼就在眼前，高大的外墙之上有一座空空的阳台，仿佛是建筑师要综合体现宫殿般的壮美和堡垒式的坚固。麦克唐纳向欧洲各国央行的同事打电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

话，通报了目前的危机情况。他的副手费舍尔刚刚接到凯恩从贝尔斯登银行打来的电话，由于这家银行在和长期资本管理基金的交易中的风险最小，凯恩表示贝尔斯登银行不会出资进行援救。费舍尔力劝对方以大局为重，凯恩还是拒绝了。

上午10点，银行高管们陆续到达美联储。这次的阵容更大，一共来了45人，全都是华尔街权力圈中的头面人物，其中包括斯坦福·韦尔、科曼斯基、科尔辛、大通曼哈顿的拉布里克、J.P.摩根的华纳、瑞士信贷第一波士顿的惠特，以及雷曼兄弟银行董事长理查德·福尔德。此外还有来自瑞士、英国和法国五家银行的执行官，以及纽约证交所董事长理查德·格拉索。因为长期资本管理基金对股市波动率交易的巨额投资，他也被美联储邀请了过来。另外，德意志银行的埃德森·米切尔也以现场电话的方式参加了会议。众人鱼贯而入会议室时，映入眼帘的是墙上的古钟和乔治·华盛顿的画像，旁边是美联储各位前任行长的画像。会议室内窗帘紧闭，镶有黑边的红木大桌根本容不下这么多人开会，就连上面的桌布也是匆忙之中找来铺上的。[16]

实际上，就连这间会议室也是后来增补的。这间办公室是1935年美联储从隔壁业主那里买下的。颇具讽刺意味的是，要不是美联储造成的股市崩溃，他们也买不到这块物业。说到这件事，正是因为美联储无力控制1929年年初股市对保证金亏空的投机交易，最终导致他们失去了阻止市场崩溃的唯一机会，从而引发后来著名的美国大萧条。眼下，麦克唐纳正在经历历史的重演，只不过长期资本管理基金引发的灾难或许没有大萧条那么深重。

此刻麦克唐纳并不在会议室，而是在前厅和四大行的高管进行商谈。说起四大行和其他银行，它们之间现在的关系有点像安理会和联大的关系。这是一个阳光明媚的上午，从不习惯等人的银行执行官们开始有些不耐烦了。

10点25分，麦克唐纳突然在会议室出现。这位64岁的芝加哥人，身材结实，一头细碎银发，眉毛又弯又粗，大声宣布会议推迟到下午1点举行，说完还神秘兮兮地补充了一句："真是车到山前必有路啊。"把众人搞得一头雾水。情况的突变让银行高管们非常吃惊，个个茫然不知所措。后来他们才得知，就在和四大行谈论十分钟后，科尔辛和泰恩把麦克唐纳拉到一边传达了一个新情况：巴菲特准备出手了。这件事让瑞联银的戴维·索罗非常气愤，大声抱怨："不是说好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由四大行组织救援的吗？”麦克唐纳可不愿错过这个天赐良机，这样一来美联储就不用蹚这个浑水了。为了确保信息准确，他给正在蒙大拿牧场的巴菲特打了电话，巴菲特确认正在拟定收购细节。与此同时，会议室内的银行高管们个个怒火中烧，对高盛暗中操作的做法感到不齿，就连科曼斯基也觉得科尔辛太过火了。

就在高盛投资主管克劳斯准备书面报价时，巴菲特给梅里韦瑟打了个电话。在电话中，他带着特有的浓重鼻音宣布：“你的投资组合有人出价了，那个人就是我。”但梅里韦瑟对此并没有明确表态。

高盛很快就起草好了收购报价。11点40分，梅里韦瑟收到了一页传真，上面说伯克-希尔哈撒韦公司、美国国际集团和高盛银行愿以2.5亿美元收购长期资本管理基金。如果接受，这三家公司马上会投资37.5亿美元稳定基金运营，其中30亿美元由巴菲特控股的伯克希尔-哈撒韦公司提供。

巴菲特想以2.5亿美元收购一只年初股本曾高达47亿美元的基金。长期资本管理基金在这个交易日又出现了巨额亏损，现在的股本金只剩下5.55亿美元了。然而即便和缩水这么严重的股本相比，巴菲特的报价也少得可怜。如果接受的话，几个星期前还个个富可敌国的合伙人马上就会变得身无分文，而且会被新东家扫地出门。更让人恼火的是，为了确保梅里韦瑟锁定这笔交易，巴菲特表示必须在中午12点30分之前得到答复，也就是说他们只有不到一个小时的考虑时间了。梅里韦瑟把传真递给理查兹，问：“我们该怎么办？”

对梅里韦瑟来说，这份收购意向无异于赤裸裸的羞辱。他对高盛和美国国际集团暗中算计长期资本管理基金的做法感到愤怒：先抛售相关交易压低你的资产价格，然后再跳出来捡便宜，还美其名曰联手营救。另一方面，这件事还揭开了梅里韦瑟心中的旧伤疤，让他想起曾经丢了工作，被巴菲特赶出所罗门兄弟债券公司的一幕。尽管如此，基金合伙人还是认真研究了这份意向书。这一天，瑞联银的西西利亚诺还在格林尼治，合伙人的热切之情给他留下了深刻的印象。西西利亚诺感觉到，他们关心的首要问题是怎样避免市场全面崩盘，巴菲特的出价虽然摆明了是乘人之危，但仍不失为一种解决之道。

不幸的是，基金律师理查兹在意向书中发现了问题。由于表述上的错误，意向书中收购的是长期资本管理公司的资产，这肯定不是巴菲特的意思。[17]高盛合作方，苏利文克伦威尔律师事务所的约翰·米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

德向理查兹表示，巴菲特的收购目标是长期资本管理基金的投资组合。基金的资产包括股票、债券等交易，这些是随时都可以出售的。但是不包括衍生品合约，因为这需要交易对方的同意。此外，巴菲特还提到必须保留这些资产的资金状况。理查兹理解的意思是，巴菲特想要收购投资组合的管理机构，即注册于开曼群岛的合伙制公司长期资本组合基金。但这个公司只不过是当初为了募资需要而成立的空壳公司，由八个独立分支和普通合伙人所有。在理查兹看来，除非更改合伙人协议，否则根本没办法出售。而要更改合伙人协议，则必须征求每一个分支的投资者同意。简而言之，他认为这个意向书根本行不通。

但是他觉得换一种方式倒是可行的，即伯克希尔-哈撒韦公司只出资，基金现有的组织结构仍保持原样。巴菲特作为最大投资方，依然可以炒掉基金合伙人。

但是米德没有权力修改这份报价，巴菲特又一直联系不上。这不由得让人怀疑他是否真的想要收购长期资本管理基金。众所周知，巴菲特总喜欢用一页纸来搞定各种复杂的交易。这次的意向书只有短短五段话，显然是他的招牌式风格。但这样处理是否过于草率和武断呢？因为三言两语根本无法涵盖长期资本管理基金内部各种细微复杂的问题。高盛投资主管克劳斯或许明白巴菲特的意思，但他对长期资本管理基金的组织结构完全不清楚，所以才会搞出这么蹩脚的收购意向书。

至此，高盛的外部律师米德已经毫无选择了。中午12点20分，米德宣布出价取消。理查兹走进办公室对梅里韦瑟说：“巴菲特那边没戏了。”梅里韦瑟马上联系麦克唐纳，这是他最后的希望了。在电话中，麦克唐纳说：“好，我安排银行碰头，但是不能保证他们是否会来。”

根据事后的分析，有人觉得梅里韦瑟是在有意冷落巴菲特的收购意向，因为他觉得跟麦克唐纳合作结果会更好一些。这种说法认为梅里韦瑟应对收购方的理解混乱和草草收场的结局负责。的确，梅里韦瑟没有尝试解决公司的法律问题，签订初步协议之后必然会导致很多纠纷。但是另一方面，巴菲特在这件事上表现得也不够灵活。周三中午，梅里韦瑟的感觉是，除了意向书中提到的内容，巴菲特绝不会同意更多的交易内容。很难说究竟是意向书的出价过于苛刻还是出于对巴菲特的不信任，总之梅里韦瑟没有再进一步行动。不过有一点他非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常确定，那就是要组织银行联合营救，华尔街高管们必须重返美联储，而且速度必须要快。

下午1点，银行高管们又回到了美联储，个个都阴沉着脸。高盛当面一套背后一套的行径让他们意识到，彼此之间根本不存在互信。他们真心不想蹚这个浑水，这些银行跟长期资本管理基金又没有重大的利益关联。摩根士丹利董事长珀塞尔认为，这只基金破产也不会给自己带来多大风险。所罗门美邦的斯坦福·韦尔刚刚关闭自己的套利交易部门，怎么会掏钱再去营救另一家套利基金？韦尔根本都没露面，而是派出德里克·莫恩和杰米·戴蒙代替自己出席会议。瑞士信贷第一波士顿对集体营救的想法也持怀疑态度。大通曼哈顿的拉布里克直接表示，出钱可以，先把循环信贷中的欠款还上再说。埃里森和科曼斯基一直力挺这个方案，现在他们俩也有点儿心虚了。[18]

高管们先是争论起金融系统崩溃的可能性，结果不了了之。这个话题适合闲聊，并不是需要各家出资2.5亿美元解决的问题。雷曼兄弟银行干脆表示拿不出这笔钱，眼下华尔街正在风传这家银行可能朝不保夕，其融资成本正不断走高。雷曼兄弟董事长理查德·福尔德质问科尔辛，既然高盛的买方（指巴菲特）都不肯出那么多钱，为什么要他们拿出更多的筹码？科尔辛解释不是钱的问题，收购失败是因为存在法律问题。周围的执行官们顿时一阵奚落，这话有谁相信呢？从始至终，麦克唐纳一直都沉默不语。

这时埃里森出面了，他决定让各位投票表决。信孚银行表示加入，巴克莱银行也愿意出资。

接着，大家的目光投向了凯恩，此时他正无精打采地坐在同事斯佩克特旁边。这位贝尔斯登银行的掌门人开口了：“早上我给美联储打过电话了，我们不参与。”会议室一片沉寂，然后马上乱成了一团，各家银行纷纷质问为什么这样做。看到这幅场景，凯恩反而更加坚定了，说贝尔斯登银行作为基金的业务清算行蒙受了巨大风险，然后便一言不发了。这个回答让大家觉得很荒谬，贝尔斯登银行拿着5亿美元的担保金，哪来的风险啊？有人酸溜溜地说：“得了，他们跟咱们看法不同，人家只顾自己的利益。”会议室顿时沸腾了，这些私营企业的典范人物开始为公共利益愤怒了。摩根士丹利董事长珀塞尔满脸通红，火冒三丈地说：“你身为华尔街这么大的银行竟然不肯参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与，这怎么说得过去？”[19]一时间，贝尔斯登银行成了人人讨伐的对象。埃里森发誓称，早晚有一天这家银行会为此后悔。

麦克唐纳把贝尔斯登银行的高管带进自己的办公室，警告说：“你们必须有所行动，科曼斯基已经抓狂了。”没过一会儿，科曼斯基走了进来，气得脸红脖子粗。这位美林执行官对着凯恩咆哮道：“你到底是什么意思？”凯恩反唇相讥：“怎么？咱们什么时候站在一条船上了？”科曼斯基攥拳便走了过去，斯佩克特见势不妙赶紧拦在两人中间，这两个大块头要是干起架来可不得了。

或许是感觉在众人面前丢了面子，凯恩也火了。他对科曼斯基说：“回到会议室，你要是敢说跟我们是老交情，给我们戴高帽子，我就会说作为清算代理，贝尔斯登不像你们一个个自讨苦吃。今天的事我们就是不参加。”说完就回去表明自己的观点了。

此时，大家的谈论焦点又回到了长期资本管理基金。科尔辛表示可以换掉目前的合伙人，他说：“我们不需要这帮人，现在的麻烦就是他们一手搞出来的。”会场内都觉得梅里韦瑟不值得同情，只有瑞士信贷第一波士顿执行官艾伦·惠特认为赶走他是个错误。如果华尔街把这么大一笔钱投入这只基金，肯定需要有人来经营。显然，格林尼治这帮人对这项业务比谁都更熟悉。

不过，科尔辛坚持认为银行共同体至少应拥有全面控制权，包括解雇梅里韦瑟和其他合伙人的权力。这样就必须以协议形式锁定合伙人，对交易规模进行严密监督。科尔辛的想法真是左右摇摆，一会儿要保留梅里韦瑟做合伙人，一会儿又主张把他赶出去。眼下，他比任何人都清楚长期资本管理基金存在的问题：这个公司缺乏控制，没有人能驾驭得了交易员。再次强调没有管理权高盛不会出资之后，科尔辛给梅里韦瑟打了电话，要他亲口做出确认。否则，高盛将退出营救行动。

这番话让大家感觉到，科尔辛似乎承受着很大的压力。此时，他的副手泰恩正在会议室里接电话。虽然听不到他在讲什么，但是看得出泰恩的表情十分苦恼。面对公司的巨额亏损，上市活动近在咫尺，高盛的合伙人没少对他们施压。科尔辛的处境可谓两头为难。

除了科尔辛，华尔街其他高管们开始陆续到会议室外打电话。欧洲银行在通知总部，美国银行在联系办公室，还有些人打电话给交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员。就这样，会议的细节逐渐透露了出去。

此时的长期资本管理公司却毫无任何消息。这一天的市场继续暴跌，特别是股市波动率交易，最新数据显示已经飙升到41个百分点。不过对他们的基金来说这已经无所谓了。整个公司冷冷清清，交易完全中止，连电话也不响了。他们也不知道该给谁打电话，几周来与合伙人一直保持联系的华尔街高管们，此刻都在美联储的会议室里你争我吵。

基金合伙人集中在格林尼治的会议室，时不时地，埃里森或科尔辛会打电话向梅里韦瑟了解一些细节，完后合伙人便一阵猜测会议取得了哪些进展。会议室外，员工们围成一团，希望领导们几周来的努力可以带来一些好消息。下午3点左右，CNBC详细报道了美联储的这次会议。哈贾尼走出会议室，回购贷款主管赖斯曼对他说："有人出手救你们了。"哈贾尼说声谢谢便走开了。

回到美联储，此时高管们开始讨论出资额问题了。埃里森的想法是16家银行各出2.5亿美元，但法国银行表示最多出1.25亿美元，雷曼兄弟银行也只能拿出1亿美元，贝尔斯登银行则是一分钱也不掏。埃里森把所罗门美邦和花旗算作了两家银行，但即将收购所罗门美邦的花旗根本就没露面。普夫卢格说这可不行，花旗也得加入。德里克·莫恩瞪了他一眼，说你们少管闲事。

下午4点大家还没有谈拢，算来算去也不到40亿美元。无奈之下埃里森提出把出资额提高到3亿美元。这个提议让科尔辛很尴尬，只能硬着头皮再去请示高盛合伙人。摩根士丹利的彼得·卡其斯讥讽道："怎么，你不是老板吗？"这个举动让大家怀疑科尔辛是不是有退出的意思。不过科尔辛表示，作为华尔街的领头羊，高盛不会逃避自己的责任。只不过他的合伙人对整件事的来龙去脉不太清楚，因此表示反对。一开始高盛私下募集资金时他们的投资就很不情愿，现在又因为各大银行对高盛的意见感到心神不宁。在埃里森看来，科尔辛正在遭受双重折磨：一边是长期资本管理基金的怠慢让他陷入现在被动的局面；另一边是面对合伙人的压力还要坚持做出正确的选择。在会谈中，科尔辛和泰恩一直在警惕地交换眼神。泰恩打完电话后对他耳语了几句，科尔辛转向众人，泄气地说："高盛合伙人实在是不想出这么多钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然没有得到坚定的支持，但科尔辛仍在继续努力。现在，如果11家银行各出3亿美元，再加上法国方面和雷曼兄弟的资金，36.5亿美元就已经落实了。考虑到长期资本管理基金所剩无几的股本，华尔街需要凑齐40亿美元才能解决问题。但是，基金原来的投资者应该分摊到多少钱呢？有人主张一分钱也不留，但埃里森表示应当给现有合伙人一定的奖金。毕竟，华尔街投行这么一大笔投资还需要他们来管理。

另一个问题是投资期该设多久？这些高管当然希望尽快收回资金，但是如果联合出资被市场发现是临时性举动，各方交易者肯定会对基金群起而攻之。要显得可信，他们必须拉长投资时间。经过讨论，最后达成的一致意见是分三步走，首先降低基金交易风险，其次各银行收回本金，最后是想办法获得盈利。哪家银行不希望一劳永逸地解决问题呢？

5点15分，埃里森向梅里韦瑟通报交易条件。长期资本管理基金可得到36.5亿美元的新投资，由14家银行作为共同体出资。作为交换，这些银行可获得基金90%的股份。剩余10%归基金现有的投资者，相当于4亿美元。这样一来，同样拥有股份的合伙人将变得一文不名，因为他们的资产早已被基金和管理公司的负债全部吞没。换句话说，在短短5个星期的时间里，他们对基金高达19亿美元的个人投资已经化为乌有。虽然交易细节还没有最终敲定，但可以确定的是，至少在未来3年内（联合银行的预计投资期），这群合伙人不但拿不到一分钱的管理费，其管理和经营权限也会大打折扣。

尽管这一营救行动也是为了保全各大银行自己，但科曼斯基仍认为它体现了某种高尚精神。各银行高管们选择的是付出3亿美元的有形损失，以换取可能出现的未知规模的系统风险。它表明，华尔街终于对豪赌失去了兴趣。

7点刚过，组织者召开新闻发布会，向急不可待的记者们通报刚刚取得的成果。只不过他们并没有意识到后来的局势会风云突变。实际上，这笔交易的很多复杂细节还没有涉及，现在对外宣布结果显然为时尚早。

美联储在此次营救行动中的组织作用自然成了新闻媒体关注的焦点。[20]第二天的《纽约时报》称，这一事件表明美联储已经把“保大弃小”的救助原则应用到了高风险、投机性的对冲基金。实际上，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

篇文章隐瞒了营救资金全部来自于私营银行的事实，很快让美联储陷入舆论的风口浪尖。作为一家代表公共利益的机构，竟然为私营性质、缺乏监管的对冲基金承担责任，这一事件造成的影响令民众感到非常不安。一位财政部前官员质问："要是乔治·索罗斯出了问题怎么办？"[21]《华尔街日报》的编辑评论文章更不客气，称此次营救延续了十多年来的老模式，为私营投资者的愚蠢错误买单，这样只能让他们变得更加肆无忌惮，犯下更多的错误。[22]

当天下午营救行动宣布后不久，就有消息传来政府调查正在紧锣密鼓地展开，对象包括长期资本管理基金和所有对冲基金。[23]仿佛是要强调对冲基金之恶，瑞联银低调宣布对长期资本管理基金的投资列为坏账。马西斯·卡比亚拉维塔为振兴瑞联银建立的这段"战略合作关系"不但一分钱没赚着，还倒赔进去7亿美元。

市场评论员开始对这只昔日无限风光的基金大肆口诛笔伐，拿它的富豪交易员、深奥的数学模型和诺贝尔奖开涮。伦敦《金融时报》称："马林斯不是喜欢营救别人吗？这次也尝尝被营救的滋味吧。"[24]媒体出现这样的反应倒也不难理解，因为人们普遍认为美联储不应当救助一群玩撒谎者游戏的高手。

此时的梅里韦瑟正在面对另一种恐惧。自从经历过所罗门兄弟债券公司的丑闻之后，他所做的一切努力都是为了恢复自己的信誉和职业，至少在他内心是这么想的。无奈的是，现在这些目标将再次被击得粉碎。沉默内向的梅里韦瑟一时间成了各大媒体的封面人物，旁边配以傲慢、贪婪、华尔街愚蠢投机分子等形容词。他和他的套利交易员们成了这场历史性的、几乎危及整个金融系统的市场灾难的始作俑者。很快，记者们带着长枪短炮式的摄像机赶到格林尼治，电视台的直播直升机开始在公司上方不停地盘旋，打破了办公室平日的宁静。梅里韦瑟虽然没有遭到个人围攻，但9月底的媒体曝光对他来说无疑是最恐怖的梦魇。他依然保持极大的冷静，尽管有人怀疑他这样做似乎有此地无银三百两的嫌疑。他在公开露面时对于此事只有一句评论，在媒体经纪人的安排下，他只是淡淡地对银行共同体的投资表示感谢，仅此而已。

实际上，银行共同体研究出来的交易方案还远未确定，它们必须首先解决一系列棘手的相关问题。其中一个问题和梅里韦瑟及其合伙人有关：银行共同体应对他们保持多大程度的控制？另一个问题和基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金目前所欠的贷款有关，银行共同体要求其贷款方全部放弃追索权，否则不会对基金进行投资。如果不这样做，他们担心的是即使注入新的资金，任何一笔偿贷违约都会引发连锁反应，并再次把基金拖入深渊。

另一方面，各家银行还必须深入调查和了解基金状况，这样才能说服董事会批准出资。这一步完成之后，他们还必须准备和签订协议。所有这些工作都必须在9月28日周一之前完成，剩下的时间只有5天了。通常，这些工作需要花费几个月的时间。现在长期资本管理基金已经命悬一线，只能特事特办了。盛信事务所律师托马斯·贝尔无奈地说："这是一场疯狂的赛跑，我们必须在基金耗尽股本之前完成交易。"

为美林银行服务的世达律师事务所被指定为银行共同体的代表方。美林提议让高盛的苏利文克伦威尔律师事务所作为联合顾问，但是遭到了拒绝，精明的高盛肯定不会让自己的律师为他人服务。尽管如此，高盛还是派出了该事务所的约翰·米德律师参与谈判事宜。这样一来就形成了很滑稽的局面，一方面是世达律师米尔默负责为整个银行共同体进行业务调解，另一方面米德却单独代表高盛利益进行谈判。米德当年46岁，头发花白，长着一张圆圆的脸和双下巴，这位诉讼律师貌似平易近人，实际上风格凌厉泼辣。谈判一开始他就咄咄逼人，迫使米尔默保证交易协议对长期资本管理基金合伙人做出最大程度的限制，使银行共同体的利益尽可能得到保护。实际上，米德的出现是各大银行的运气，因为基金合伙人方面本打算在谈判中为自己的损失扳回一局，多争取一些利益。说起来令人难以置信，梅里韦瑟这帮人此时正在密谋成立一只新的基金，这也是他们获得重生的唯一机会。长期资本管理基金对他们来说已经时过境迁，可以忘在脑后了。

与此同时，格林尼治正在酝酿一场新的风暴。由于个人资产统统归零，公司员工累积已久的怨恨开始爆发了。面对基金即将倒闭，他们要求公司做出解释，但合伙人还是顾左右而言他，不肯正面回应问题。马特·赞姆斯，一位快要结婚却亏掉全部投资的年轻交易员，冲进一位合伙人办公室大喊："为什么没人做出解释？"还有一位员工通过报纸说明才发现合伙人对大家隐瞒了这么多事情，他在公司堵住戴维·莫迪斯特，气愤地问："你们真打算什么都不说吗？"

周五，此时距离交易截止时间还有3天，世达律师事务所开始进行谈判。各家银行派出的70位律师把美林银行的会议室挤得水泄不通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很快，他们发现准备谈判的协议根本还没成形，因为双方之间存在的问题实在是太多了。就在律师们打口水仗的时候，市场再次暴跌，长期资本管理基金的股本只剩下4亿美元了，和年初时相比亏损了91%。

根据米德的会议记录，可以看出各家银行非常关注基金合伙人（以及基金管理公司）的债务会让整个营救行动搁浅。记录称：“长期资本管理基金需要约1.22亿美元现金，以偿付当事人的个人贷款和基金管理公司3800万美元的欠款。”此外米德还提到，各家银行对于这笔投资极为担心。J.P.摩根希望基金做出担保，保证3年年满各行能够收回资金。大通曼哈顿坚持要求，一达成交易基金必须马上偿付5亿美元的循环贷款。信孚银行和德意志银行要求在“监管委员会”中获得席位，参与基金的经营管理。摩根士丹利和高盛提出，共同体中任何一家银行被起诉，其他银行必须获得联合赔偿。显然，周一之前要解决这么多问题无疑是个艰巨的任务。

不过米德的记录没提的是，他提出的要求要比其他所有律师加起来的还要多。这位高盛律师要求免除梅里韦瑟及其合伙人对基金的日常控制权，不得对投资者诉讼提出索赔，必须全部承担基金债务等。此外，他还要求基金免除救助方（各家银行）未来投资可能出现的债务责任。似乎感觉对基金的洗劫还不够，米德还想确保它以后也不会给银行惹任何麻烦。

周五晚上，几乎已经两天没睡的米尔默拼凑出了协议的基本框架。协议指出，银行共同体，即“监管方合伙人”，将对长期资本管理基金投资3年。基金现有合伙人的管理费被免除，管理公司一半的股份以1美元的价格转让给银行共同体。

梅里韦瑟等人继续负责基金的日常经营，但所有交易活动必须向监管委员会汇报。委员会由各银行派人组成，在格林尼治全职工作，不得和派出银行保持联系。最高决策权掌握在董事会手中，董事会成员由各行委派。

周六早上，基金合伙人们收到了协议复印件，格林尼治马上就炸锅了。他们抱怨称，这哪里是公平交易，分明是赤裸裸的奴役——没有分红、奖金、债务豁免，甚至退出建立新基金也不行。早已习惯奢华富豪生活的合伙人，根本不敢想象打工挣钱的日子，更何况这份工资只有区区25万美元的年薪。他们似乎和外界隔离得太久，忘记了现在的局面完全是自己一手造成的。如果不是基金濒临破产，他们怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会落得如此下场？周三的时候梅里韦瑟还在四处感谢，到了周六这帮人却拒绝签字了。这样的协议，签了对自己有什么好处呢？

合伙人这样的反应给交易造成了严重威胁。银行共同体已经公开承诺准备出资，但合伙人不签字他们就无法进行下一步，现在的情况让银行方面变得十分被动。反之，基金合伙人到这一步已经没什么好损失的了。他们大不了拍屁股走人，宣布基金倒闭，申请个人破产保护，然后跳槽到某个华尔街机构，一年照样拿几百万美元的年薪。理查兹劝说合伙人保持冷静，承诺最终版本的协议会改善交易条件。随后，这群人便前往世达律师事务所进行谈判了。

在市中心33层楼上的事务所内，组织方准备好了两间大会议室和很多小单间，以迎接律师和银行高管们的鏖战。周六上午，140位律师像热锅上的蚂蚁一样在这里忙进忙出，试图弄清这只对冲基金乱成一锅粥的资产、负债、组织结构和管理公司。

世达的律师在第一会议室回答银行律师的提问。这个会议室空间宽敞，有6米多高，很快被称为“律师间”。负责主导会议的米尔默刚说完开始提问，马上就被各路律师的问题给淹没了。

米尔默的处境很不利。作为银行共同体的实际领头羊，美林银行认为这次交易必须达成，这等于谈判还没开始就处在了下风。为了在72小时内拟定出让银行方面和基金全体合伙人都能接受的协议，米尔默不得不尽量做出妥协。随着讨论的进展，银行律师们开始感觉米尔默对格林尼治方面让步太多。在对某个问题征求一致意见时，这位好脾气的律师甚至说出了这样的话：“我代表长期资本管理基金方面的要求。”

米德马上反驳道：“他们哪来的资格提要求？下周一这帮人就破产了！”虽然米德的参与给米尔默的工作带来不少麻烦，但这两位律师总算是同一条战线的，为保障银行共同体的利益做出了很大贡献。

中午时分，梅里韦瑟、哈贾尼、罗森菲尔德、莱希、舒斯塔克和理查兹赶到了世达律师事务所。在通往会议室的过道上，他们必须穿过一群愤怒的银行高管。几位合伙人表现得诚惶诚恐和一脸懊悔，不停地低声表达感谢之辞。仿佛是有趣的逆转，这些平日装束随意的王牌交易员换上了笔挺的西服，银行高管和律师们反而一身休闲打扮。合伙人进入的是第二间会议室——“尽职调查间”，回答银行方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

各种问题。这个环节基本上就是信息大公开，华尔街绝不会在没摸清基金状况之前就贸然承诺投资。这一次，个个滴水不漏的合伙人再也无所隐瞒，他们的积极配合简直让各家银行感到惊异。回答完问题之后，他们便离开了事务所。

至此，营救行动的时间已经所剩无几，但双方还有很多重大问题没有解决。米德要求长期资本管理基金合伙人对其股份做出个人担保，同时提出必须对来自银行的新投资免除诉讼责任。此外，他对合伙人的跨公司借贷很不满意，要求他们必须首先清偿所有负债。

合伙人方面也有抱怨。他们坚持要求保留部分老资金以便应付索赔诉讼。他们不希望银行在格林尼治的办公室对其进行监管。此外，他们不愿接受银行提出的所有合伙人必须服务3年的要求，这等于失去了个人股本，还要再替人卖命。

另一方面，这些银行还要想办法处理入不敷出的长期资本管理公司。对基金合伙人仍抱有希望的高盛，建议把公司破产注销。但长期资本管理公司还欠着大通曼哈顿一大笔贷款没还，这样做会让大通曼哈顿损失惨重。普夫卢格听后怒火中烧，直接宣布退出行动。美林主管汤姆·戴维斯赶紧给埃里森打电话，说交易活动可能失败。[25]实际上，后面的情况更是一波三折。

意识到分歧太多且时间不够，美林银行开始实施应急方案。他们签署了一份有关银行和长期资本管理基金之间回购合约的违约通告并火速发往开曼群岛，以便尽快交给该基金在当地的代理机构。周末晚些时候，美林向世界各地的主管通知交易清算程序。他们的想法是，长期资本管理基金一旦倒闭，其他对冲基金也无法幸免，美林只能自求多福了。不过有一点它可以肯定，市场恐慌情绪下谁也不会再提供资金；没有资金供应，股票经纪业务必死无疑。即便像美林这么庞大的规模，这种情形也令人不寒而栗。

周六晚上，世达律师事务所合伙人约瑟夫·弗洛姆打电话给米尔默，询问交易进展。对方的回答让他倍感担心。弗洛姆强调：“我们从来没接过这么大的案子，弄砸的话四分之三的客户都会丢掉。无论如何，你必须搞定这件事。”

事务所内，包括本行委派的25位律师在内的大队人马逐渐开始离开，到周边的酒店寻找住宿。会议室里一片狼藉，到处是吃剩的三明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

治、纸杯和咖啡，搞得像音乐节结束后的现场。米尔默还在拟定协议，他一边修订，一边有律师探头过来指指点点，说这里要改动那里要调整。旁边的打印机峰鸣作响，彻夜不眠。凌晨4点左右，米尔默耳边还在回响老板“千万不能搞砸”的警告。他步履蹒跚地走进自己的办公室，倒在沙发上便进入了梦乡。

周日早上，埃里森匆匆赶到世达律师事务所，在两大会议室之间选了个小房间，即“高管间”。9点多，银行方面的人陆续到齐了，挤在房间里看埃里森如何再次救场。

基金合伙人也来了。梅里韦瑟等人坐在一间会议室内，希利布兰德和私人律师在角落里私语。身背巨额债务的希利布兰德想知道，如果不接受营救、申请个人破产会怎样。当然，这样做就等于对长期资本管理基金宣判了死刑，因为银行方面的交易条件是所有合伙人必须全部留下服务3年。

希利布兰德的举动被银行高管们看在眼里，高管们顿时感到这群人真是无药可救。老实说他们并不情愿参加营救，只不过是出于对市场灾难的恐惧才勉强为之。现在银行方面已经放话要进行救援，埃里森担心此时退出的话无疑会对市场造成重大打击，甚至比当初撒手不管造成的结果还要严重。再说，因为这次营救行动，美林银行的声望变得命悬一线。长期资本管理基金的律师深知埃里森急于达成交易，因此老练地玩起了心理战。律师贝尔回忆称：“银行方面说，‘除了银行你们别无选择’，我们回敬道，‘除了基金你们也别无选择’。”双方似乎都没有意识到，现在他们是一根绳子上的蚂蚱，谁也跑不掉。

周日的大部分时间，以威廉·哈里森为首的银行高管们都在忙着争取弃权书。为了此事，这位大通曼哈顿副董事长专门和普夫卢格从康涅狄格州赶过来。现在最棘手的问题是野村证券、共和银行和意大利外汇管理局，这三家机构都为长期资本管理基金提供了贷款。银行方面坚持表示，除非这三家机构同意放弃对贷款的即时追索权，否则他们绝不会进行下一步。

这时，里昂信贷银行也开始发难，要求收回对长期资本管理公司的5000万美元贷款。美林银行主管理查德·邓恩连忙打电话给这家银行在巴黎的高级主管，此时巴黎方面已经入夜。尽管再三恳求对方合作，里昂信贷还是表示拒绝——你们可以随便豁免债务，反正我们就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是不干。为了拯救基金的管理公司，大通曼哈顿只好再次放下身段去求人。长期资本管理公司目前还有1.04亿美元的管理费没有到账，大通曼哈顿同意利用这笔钱还清公司所欠的债务，其中包括里昂信贷和基金向公司提供的贷款。为了这家一文不名的公司，大通曼哈顿已经背上了1.08亿美元的债务。

本来这一无私举动可以为这一天画上句号了，没想到高盛又出来搅局。周日傍晚，高盛宣布了一个重磅消息。其法律顾问罗伯特·卡茨称，如果大通曼哈顿不放弃先前银行财团方面5亿美元的贷款追索权，高盛将退出联合行动。高盛不想看到刚刚注入基金的钱转眼又进了大通曼哈顿的口袋，大家的目标是要拯救长期资本管理基金，而不是大通曼哈顿。整个周末，由于不少银行都对这个问题颇有微词，现在大家自然乐得坐山观虎斗。

普夫卢格再次被惊呆了，他已经厌倦了总是扮好人。也有不少银行高管表示，虽然高盛的初衷可以理解，但如此任性地威胁大局实在欠妥。雷曼兄弟银行代表律师拉索对卡茨说：“你在吓唬人！”卡茨只是笑笑，并不作答。被逼无奈的大通曼哈顿当即宣布退出行动。卡茨后来回忆称：“当时已经彻底没戏了。”此时已经是晚上7点。

此时此刻，科尔辛刚刚结束在汉普顿湖畔大屋的周末之旅，在赶回纽约的路上用手机拨通了会议室。在电话中他再次重申，大通曼哈顿不放弃贷款，高盛就绝不出资。普夫卢格再也隐忍不住，对着电话说：“我实在不想爆粗口，但是你们高盛真的可以去死了！”科尔辛此时正困在长岛通道的车流中，他倒没有发火，因为早就习惯了来自合伙人的怒火。显然，高盛方面已经无意再参加营救行动了。

接完科尔辛的电话，卡茨耸耸肩说：“今天晚上不会有答复了。”这意味着高盛也退出了行动。卡茨称高盛董事会明天早上6点30分开会，然后再决定该怎么做。这时，所罗门美邦执行官史蒂夫·布莱克愤怒了，火冒三丈地说高盛真正的目的是争取12个小时，完成日本市场交易之后再决定是否参加行动。他厉声喝道：“没门！”

耐人寻味的是，联合营救行动现在最大的问题不在长期资本管理基金，而是出现在银行内部之间。信孚银行董事长弗兰克·纽曼实在看不下去了，起身离开了会议。他恼火的是高盛、美林和大通曼哈顿什么事都不公开，总是躲在角落里窃窃私语。还有如影随形的丑陋内幕交易，竟然在这么关键的时刻又蹦了出来。斯坦福·韦尔打电话给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

埃里森，这位旅行者集团董事长对高盛再次出现内幕交易的消息感到非常愤怒。埃里森把卡茨拉到一边，用他的手机亲自和科尔辛沟通，但是这两位高盛主管对此事一概否认。埃里森对卡茨说："今天晚上你和我有一个人离开，这次营救行动就会泡汤，这是你想要的结果吗？"

埃里森觉得科尔辛不像是在吓唬人，高盛的合伙人是出了名的死顽固。面对两大投行威胁要退出，埃里森不得不重新盘算起来。他心里暗想，只有大通曼哈顿接受条件，高盛才会重新加入。就像老实孩子总是受欺负，看来也只能让坏小子高盛如愿以偿了。经过反复劝说，哈里森和普夫卢格无奈之下只好接受，大通曼哈顿同意出资，5亿美元的贷款暂不收回。得到消息后，科尔辛和高盛合伙人举行投票，很快表示获得了支持。实际上，他的态度转变得如此之快，以至于很难让人不疑窦丛生。晚上9点，高盛宣布重新加入行动。

至此，除了野村证券、共和银行和意大利方面，华尔街高管们还需要获得大通曼哈顿银行财团中另外23家成员放弃贷款的声明书，否则他们还是不会行动。另外在这个银行共同体中，法国巴黎银行还没有最终承诺出资。埃里森在会议室中转了一圈，要求高管们把所有认识的银行联系人都列出来，也不管对方是白天还是深夜，挨个打电话过去说明情况。直到晚上12点左右，埃里森才离开律师事务所。

格林尼治方面，理查兹正在电话上拼命和世达律师事务所谈判。其间，哈贾尼突然闯进会议室，像吃错了药一样大声说："不管怎样，你得把我们的心血争取回来！"理查兹心想，拿什么争取啊？晚上12点左右，他为合伙人争取到了保留奖金。直到凌晨3点理查兹才下班回家。虽然很多问题还毫无头绪，但双方律师们还是希望周一上午10点能够达成交易。

可是，富利银行、共和银行和加拿大丰业银行拒绝签署贷款弃权书。花旗银行副董事长威廉·罗兹与这几家银行关系不错，只好和哈里森一起出面，周一一大早对其高管进行游说。哈里森态度非常坚决：周一一定要达成交易。

世达律师事务所内，银行高管们待在一间会议室，基金合伙人在另一间会议室，门口还有个警卫站岗。埃里森不停地两头跑，不时还要带着梅里韦瑟去看那帮手下。哈贾尼在走廊里碰到了所罗门美邦主管布莱克，悻悻地对他说："真是难以置信。"哈贾尼觉得基金的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易马上就会翻身暴涨，现在却拱手让给了银行，合伙人一分钱也捞不着。布莱克无言以对。[26]

11点左右，梅里韦瑟派人给埃里森传话，称合伙人为造成这种局面感到抱歉，希望能尽力帮助银行方面达成协议。但是合伙人的意见还不一致，[27]大部分同意签字，他们已经感到疲倦，只想赶快结束痛苦。只有希利布兰德还在坚持己见。

此时的长期资本管理基金又出现了亏损。华尔街高管们都在盯着贝尔斯登银行，想知道基金能否撑得过周一。在如此紧张的形势下，高盛银行也成了强弩之末，被迫取消了筹划已久的上市活动。这对科尔辛来说无异于双重打击，一边要为长期资本管理基金想办法筹集3亿美元的投资款；另一边却传来了公司无法上市募资的坏消息。

由于被排挤在核心圈子之外，一直耿耿于怀的信孚银行董事长弗兰克·纽曼也按捺不住了。这位缺乏安全感的高管宣布退出联合行动，此时已经是周一下午3点。

埃里森马上电话联系纽曼，虽然已经没有多少妥协可以做了，他还是决定在监管委员会中为信孚银行增加一个席位。纽曼强忍不快，重新加入了进来。

下午5点，银行方面同意合伙人保留剩余的原有资金，用来应付诉讼索赔。5点30分又同意合伙人即使被开除，也能像期满退出那样保留个人股本。梅里韦瑟还不太满意，说：“除非明确说明我们可以离开并组建新基金，否则我们不会签字。”众人这才明白，原来他们的目标是想摆脱这只基金另立门户。

埃里森很清楚，如果这帮合伙人离开，华尔街投行绝不会投资36.5亿美元到这只基金。他把梅里韦瑟拉到一旁，向他解释协议中不能出现这一条。所有合伙人必须承诺3年的服务期，没有这一条做保证，市场不可能相信银行投资的是一只“长期基金”。但是，埃里森低声表示，合伙人可以经过一段时间之后再想办法离开。梅里韦瑟把这句话当作了承诺，他已经达到了自己的目的。

此时，贷款弃权书已经陆续返回。美联储破天荒地规定当日所有银行电子汇款时间推迟到6点30分之后，以便14家银行36.5亿美元的资金当日到账。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合伙人准备好签字了，他们站在会议室另一头，在教堂般巨大空间的映衬下，这群王牌交易员显得微不足道。希利布兰德在阅读协议内容，上面潦草的字迹只有律师们自己能认得。协议书的页眉和页脚到处是修订条款和划掉的内容，还有乱七八糟的箭头掺杂其间，仿佛是过去3天各种混乱的视觉展示。理查兹和几位律师在一旁解释文本的含义，但希利布兰德根本听不进去。他只想静静地自己阅读，但夺眶而出的泪水已经模糊了视线。希利布兰德啜泣着不肯签字，这项交易对他来说没有任何好处，就算破产也比被别人奴役强，签了字哪里还有自己的出头之日？梅里韦瑟把他拉到一边，对他说要考虑大局，签字对大家都有好处。但是希利布兰德，这位向来我行我素，这位（因为钱多喜欢下馆子）曾经拒付公司餐费现在却债台高筑的王牌加天才，还是不肯签字。埃里森见状，走过来说这么做是为了稳定市场信心和金融系统，否则大家都得完蛋。末了，梅里韦瑟劝道：“他说的没错，还是签字吧。”希利布兰德这才写下了自己的姓名。就这样，长期资本管理基金正式被14家银行联合接管了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尾声

恶性循环暴跌导致市场形势的极端化超出了基金的风险管理水平和止损能力。

——1999年1月，长期资本管理基金秘密备忘录

长期资本管理基金的溃败对合伙人来说是一个悲剧。在贪欲的指使下，他们在几个月前迫使外部投资者收回资金，让自己陷入孤立无援的被动局面，导致合伙人个人亏损高达19亿美元。刚愎自用的希利布兰德资产曾经高达5亿美元，然而一夜之间变得身无分文。被迫依靠妻子黛博拉的资产度日，他曾以个人破产为由央求里昂信贷银行免除其2400万美元的贷款。其他合伙人也遭遇了90%或更高比例的财富缩水，基本上相当于亏光了对基金的全部投资。在美联储的组织和赫伯特·埃里森的管理下，长期资本管理基金被银行顺利接管，大部分合伙人的生活依然比普通人富有得多。金融领域一向只青睐成功者，但是在20世纪即将结束的这个年份，它却奇怪地开始保护失败者。包括希利布兰德在内的合伙人仍然住着豪宅大屋，只不过他们的富豪生活已经一去不复返了。虽然从未大手大脚地花过钱，但基金的惨败还是在公众眼中留下了毫无社会责任感和热衷投机的负面形象，华尔街投行的声誉也因此受到累及。不过这件事很快到此截止，没有更多的丑闻爆料出现。他们不过是把投资者和自己的钱亏空了，仅此而已。

长期资本管理基金经理埃里克·罗森菲尔德把珍藏的名酒整箱拍卖，其中一部分落到了美林银行主管康拉德·弗斯塔德手中。作为基金监管委员会成员，康拉德也顺便接管了罗森菲尔德的个人珍藏。更惨的是，由于这场变故，罗森菲尔德妻子的娘家人（他们并不富有）也为此蒙受了巨大的损失。不过他似乎战胜了这些挫折。有一次所罗门兄弟债券公司的老同事麦金托什打电话问有什么需要帮忙的，罗森菲尔德毫无表情地说：“寄钱就行了。”

其他合伙人不是感到懊悔就是死不承认错误。金牌交易员哈贾尼始终无法走出基金快速惨败的阴影，以至于一心想把房子卖了再投进去。哈贾尼的一位朋友称：“这件事成了他的个人悲剧，时时刻刻都在心头萦绕不去。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理基金惨败的消息很快传遍全美国，没有一家媒体评论对合伙人表示同情。《时报》称他们是“沦落到一文不名的天才”，认为整件事“令人震惊且愤慨”。一些专题记者甚至专门到格林尼治去采访。《旧金山纪事报》的文章题目满是讥讽——《哥有钱，哥任性》；来自默顿家乡的《波士顿环球报》的报道题目是：《“长期”问题，快速修补》。各大媒体非常关注美联储对华尔街对冲基金的救助，认为这样做很不公平。《费城问询报》质问：“一只对冲基金亏损，全体投资者买单，这样是否公平？”《迈阿密先驱者报》的文章标题是：《亏损越大，援助越多》，把套利交易者直接描述成了被宠坏的富家子弟。[1]

默顿尤其感到不安，认为基金的失败为其当代金融学理论和学术作品蒙上了阴影。虽然默认这些模型是失败的，但默顿坚称设计更为精密复杂的模型可以解决这一问题。[2]显然，他并不认为依靠数学模型必然会为交易带来风险。

另一位诺奖获得者迈伦·斯科尔斯，营救行动结束一周后在纽约皮埃尔酒店和旧金山一位律师再婚。不过即使在婚礼现场，斯科尔斯也难以摆脱这件事带来的影响。当时，梅里韦瑟和罗森菲尔德正跑来跑去地接打电话，默顿和新郎官发生了一些小口角，原因是斯科尔斯意识到利用模型预测市场很危险，而默顿不同意这种看法。[3]至少，心直口快的斯科尔斯还没有失去思考的能力。在婚礼上，这位不愿逃避现实的诺奖获得者宣布，婚后他将跟随妻子的娘家姓。

至于梅里韦瑟，经历这次事件之后他从未公开谈起自己的感受，对于基金惨败这件事也从不多谈。出于对媒体和记者蜂拥而至的恐惧，这位不善社交的交易员对个人悲剧的处理方式和其他人完全不同，他选择彻底沉默。[4]正如对埃里森所说的那样，梅里韦瑟对发生的一切感到抱歉。或许他在思考，为什么经过一辈子的概率分析和躲避媒体，最终还是落得臭名昭著的投机分子的下场？不过按照梅里韦瑟的风格，他应该打消这些念头才对。长期资本管理基金搞砸了，其他基金也会搞砸。

9月29日，周四，营救行动结束的第二天，美联储宣布降低利率。遗憾的是，这一举动并没有为基金及其新股东带来好消息。此时的美国互换价差扩大至96.5个基点，英国暴涨到120个基点。皇家荷兰/壳牌石油交易案的价差，从开始时的8个百分点增至22个百分点。大众汽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

车两只股票的价差，从基金投资时的40个百分点扩大到60个百分点，而且这一趋势还在继续。

虽然有了36.5亿美元的新资金，但长期资本管理基金还在暴跌，就像拉开伞的跳伞员一样不可避免地一直下坠。仅仅头两个星期，银行共同体就亏损了7.5亿美元。恐怖的情形再次出现了，这一幕无疑是华尔街投行最怕看到的结果。

10月中旬，华尔街似乎全部染上了长期资本管理基金制造的疾病。银行共同体中的主要成员如美林、信孚、瑞联银、瑞士信贷第一波士顿、高盛和所罗门美邦先后沦陷，总亏损额和格林尼治相比不相上下。这些银行出现股价暴跌，表明市场对这些参与营救长期资本管理基金的机构普遍缺乏信心。营救行动之后，市场投资者一直对华尔街纵容对冲基金的做法感到不满。受此影响，各家银行开始缩小对基金业务的风险敞口。几个月前备受华尔街追捧的对冲基金转眼间成了没人待见的弃儿。

实际上，银行的风险敞口虽然很大，但并没有人们担心的那么可怕，所谓的“第二次溃败”也没有出现。不过长期资本管理基金（以及其他对冲基金）的确对华尔街造成了腐蚀，各大银行无力抵御其巨大（而短暂的）利润带来的诱惑。由于资金充裕，它们一窝蜂地建立起类似的交易柜台，像对冲基金一样搞起了多样化投资。长期资本管理基金失败之后，华尔街投行在债券套利市场、俄罗斯市场和股市衍生品市场也出现了亏损。正所谓近墨者黑，或许这才是这些银行最大的风险敞口。

短短3个月的时间，美林银行的股价跌去了三分之二。虽然和长期资本管理基金92%的股本亏损相比不算特别严重和难熬，但也足以令人心惊肉跳。科曼斯基和埃里森曾为美林拒绝专属交易深以为傲，现在银行的债券交易员却一下亏损了近10亿美元。由于担心美林的信贷评级会被下调，银行在埃里森的带领下开始大举削减成本，一下子解雇了3500名员工，其中大部分来自债券交易部门。10月中旬，不但长期资本管理基金形势没有好转，其华尔街新股东们也陷入很大的麻烦之中。

萎靡不振的市场形势让艾伦·格林斯潘看不下去了。10月15日，这位美联储主席宣布第二次降息，表明了市场流动性不恢复就绝不罢休的态度。终于，华尔街开始恢复元气了，债券价差回落。经过几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月的暴跌，债券套利业务第一次出现持续盈利了。格林尼治方面的投资组合也在逆转形势，经过6个月的痛苦、惊愕、挣扎和绝望，自4月份以来累计亏损高达50亿美元的长期资本管理基金，终于止损了。市场风暴总算消退了。[1]

长期资本管理基金的溃败对很多相关方都产生了影响，其中包括投资者、基金员工、交易对手和华尔街同行，但是其影响力却并不相同。在营救行动中出力最多的赫伯特·埃里森，因为大量裁员很快招致美林银行内部的记恨。当危机过后市场恐慌情绪消退时，埃里森被指责在整件事上反应过度。在得知继任科曼斯基无望之后，埃里森辞职离开美林银行，加入了参议院麦凯恩的总统竞选团队。美林银行风险部主管丹尼尔·拿坡里成了美林银行亏损的替罪羊。被调离岗位之后，他休了很长时间的假。

高盛方面的乔恩·科尔辛和长期资本管理基金时冷时热，持续了好一阵子。高盛表示只要价格合适，巴菲特依然有兴趣收购这只基金。与此同时，科尔辛还在联系沙特王子阿勒瓦利德，希望拉他一起搞联合收购。但是10月底基金形势逐渐稳定，银行共同体方面已经不需要高盛的投资了。

1999年5月，高盛重启上市活动。遗憾的是科尔辛这位先后为高盛第一次上市和长期资本管理基金四处奔走的高管并没有坚持到这一天。当年1月，科尔辛在董事会上被高盛合伙人炒了鱿鱼。

随后，科尔辛和梅里韦瑟进行了最后一次合作。长期以来，他一直都想成为梅里韦瑟的合伙人。离开高盛后，他决定和梅里韦瑟共同募资，把长期资本管理基金从银行手中收购回来，由两人一起经营。但是这个计划并没有成功。后来，科尔辛拿着高盛上市分到的2.3亿美元离开华尔街，积极投入新泽西州民主党参议员提名竞选。虽然个性中充满矛盾之处，但科尔辛在钩心斗角的高盛中仍不失为一个正面人物。在唯利是图的华尔街，他很清楚自己的位置。遗憾的是，在为亦敌亦友的梅里韦瑟提供完帮助之后，科尔辛的投行职业生涯最终以黯然离场而告终。

瑞联银的情况一塌糊涂，一方面是投资长期资本管理基金出现严重亏损；另一方面，拉米·戈尔茨坦的股市衍生品交易部门正每况愈下。马西斯·卡比亚拉维塔这位推动银行大胆进取的前瑞士银行业巨子被迫辞职。瑞联银的收购方，瑞士银行前首席执行官马塞尔·奥斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

佩尔开始快速清理门户。基金合伙人的老朋友、瑞联银主管安德鲁·西西利亚诺成了无辜受害者。本来他是第一个对长期资本管理基金担保协议提出质疑的人，结果因为没有把问题上报给公司最高层，他也被炒了鱿鱼。

由于大举买入卢布证券，信孚银行在俄罗斯市场出现巨额投资亏损。此外，它在巴西和其他新兴市场也遭遇了滑铁卢。似乎是对自命不凡的董事长弗兰克·纽曼的嘲弄，这家银行最终被德意志银行收购。这位几乎搞砸基金营救行动的纽曼，虽然经营信孚失败，却拿到了1亿美元的退休金，显然是捞到了一笔极大的好处。[5]

斯坦福·韦尔也如愿以偿，花旗和旅行者/所罗门兄弟集团如期合并。雷曼兄弟银行很快打破市场流言，经营状况逐步恢复。在危急时刻多次对长期资本管理基金出手相救的大通曼哈顿，最终收回贷款并全身而退。经过营救之后，这只基金不但补上了所有保证金，银行贷款也全部得以还清。

颇具讽刺意味的是，1997年年底被迫退出长期资本管理基金的大部分投资者反而因祸得福。其中38位参与基金初始投资的投资者可谓异常幸运，实现了18%的平均回报率。虽然不如同期主要股票的回报率那么高，但也相当可观了。还有30多位在1998年基金大崩溃之前退出的投资者，他们的回报率甚至更高。

反之，那些“有幸”获得基金同意追加资金的投资者最终都亏了钱。几乎把基金逼上绝路的贝尔斯登银行董事长凯恩就是其中一员。从一开始就参与投资的美林银行董事长科曼斯基也赔得一干二净。约有十几家银行实现了几个百分点的年回报率，另外十几家则出现了亏损，其中包括瑞联银、瑞士信贷第一波士顿和德累斯顿等银行。

尽管有人赚钱有人赔，但这种情况并不能掩饰长期资本管理基金的惨败。即便有前四年的辉煌成绩，但基金最后几个月快速累积的亏损还是令人胆战心惊。1998年4月，投入该基金的1美元变成了4.11美元，增长4倍多。到5个月后接受营救时，这笔钱只剩下33美分了。如果扣除合伙人的管理费，回报率甚至还要更低，即当初投入的1美元，先是增值到2.85美元，然后又缩水到23美分。这只有史以来最大和拥有天才最多的基金，以净值计算亏损了77%的本金。相比之下，普通股票市场的投资者至少拿到了一倍以上的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和华尔街很多公司一样，长期资本管理基金员工的主要收入是年底发放的奖金。他们的大部分奖金都投入基金中，最后和合伙人的投资一样打了水漂。一位分析员说："我们全都亏光了。"另一位债券交易员叹了口气："白白打了几年工。"

10月，基金员工们发起了一场反抗，要求管理者把以后的奖金存放在信托账户，以免再次被挥霍亏空。员工们还渴望得到管理层的认可，承认封锁一切信息的做法是错误的。但合伙人讳莫如深的习惯已经长期形成，想改也改不掉了。有一次在全体会议上，一位员工质问："你们倒是说说看，我们有什么理由不跳槽还待在这儿？"一位合伙人回答："这个问题值得研究，我们回头再告诉你。"总之，这些勤奋的员工始终无法赢得管理者们的信任。

营救行动结束一个月后，长期资本管理基金解雇了33位员工，几乎占总员工数的五分之一。[6]此后，员工便开始持续不断地离职。基金为离职员工提供数目不大的一笔遣散费，不过想拿这点福利也要付出代价。通过连哄带骗，基金让离职员工签订劳动终止协议，其中规定员工不得泄露任何有关基金的信息，就好像合伙人担心他们会四处传播家丑一样。

长期资本管理基金稳定之后，合伙人发现没有往日的干劲儿了。虽然继续管理着这只基金，但他们已经被华尔街投行死死地捆住了手脚，银行高管们就像小学班主任一样紧盯着他们的一举一动。投资新交易根本想都不用想，银行方面唯一的想法是赶快把资金收回。合伙人原来以为可以像以前一样管理基金，现在一个个都对现状失望透顶。在银行方面的指示下，他们开始不断缩小规模、降低头寸和压缩风险。哈贾尼在执行这些任务时，监管委员会对他很不放心，认为他会消极怠工，于是他们向伦敦专门派出指导人员对其进行监督。

营救行动中坚持到最后一刻的谈判终于为合伙人带来了回报，作为补偿，他们为基金服务一年平均可以拿到50万美元的奖金。否则就只能像普通员工一样工作，挣一份微薄的薪水。合伙人和银行方面如果出现不同意见，一律按有利于银行的角度处理。没办法，谁让它们现在是老大呢？银行方面可不想让这些交易员惹麻烦，它们甚至开始监督起基金的对外形象。在令人羞辱的角色转换中，它们命令合伙人清除有关新管理层的公开表述，暗示现在是这群合伙人无法令人信任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更烦人的事情还在后面，这只逃税手法巧妙的基金很快被美国国税局盯上了，对其管理公司和旗下资产全面审计了一番。这次审计检查的是1996年和1997年的逃税情况，没有涉及基金崩溃之后的18个月。审计结果表明，基金合伙人存在巨额的欠缴税款。

经历这次危机之后，合伙人高度团结的小圈子开始分裂了。一些合伙人认为，如果为基金着想，必须让希利布兰德和哈贾尼离开。他们不但让基金损失惨重，更重要的是太过独断专行，和谁都无法共事。霍金斯、麦肯蒂、莫迪斯特和马林斯等人都向梅里韦瑟抱怨过这两个人，但他始终没有任何行动。梅里韦瑟曾几次开会安抚反对者的情绪，但不知是袒护心理还是不愿生事，他从没有当面斥责过这两位头牌交易员。直到最后，霍金斯终于忍无可忍，他跑到领导面前宣布：“有他（希利布兰德）没我，有我没他。”梅里韦瑟听到后淡淡说了句“祝你好运”，然后便离开了办公室。

营救行动之后的第二年，失意的合伙人（在银行方面的允许下）逐渐离开了长期资本管理基金。依靠昔日的人脉关系，他们大部分投入新的工作生活中。那些耻辱的经历逐渐随风而逝，华尔街就像政治舞台一样又开始歌舞升平了。就像选举或经济发展周期一样，公众对这个问题的关注已经结束了。

依旧对这段经历耿耿于怀的斯科尔斯，和妻子回到了旧金山湾区。从事写作之余，他也偶尔到斯坦福大学搞讲座。后来，斯科尔斯和长期资本管理基金东京办事处前主管黄奇辅受聘于得克萨斯巴氏投资公司，为其进行资金管理。默顿仍在哈佛大学教书，营救行动一年之后，凭借在风险控制方面丰富的直接经验，默顿被J.P.摩根银行聘为风险管理顾问。

市场模型设计师莫迪斯特，后来成为摩根士丹利股票业务部总经理。美联储前官员马林斯离开基金后决定再次转型，为几家从事互联网金融的初创公司提供管理咨询服务。霍金斯和麦肯蒂计划成立一只新的投资基金。除了快人快语的斯科尔斯毫不隐瞒自己的个人看法（他对基金溃败事件有详细的个人记录）外，其他离任合伙人全都淡出了公众的视线。

梅里韦瑟一直觉得可以和老部下们东山再起，他对这一点深信不疑。实际上，营救协议签订不久之后，梅里韦瑟等人就开始不断地向银行方面找茬。他们一再要求监管方允许其募集新的资金。此外，梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里韦瑟对埃里森也颇有微词，认为这位美林高管说过的对自己放行的承诺不算数，就好像银行方面的救援是欠了自己的人情一样。

1998年年底到1999年年初，合伙人们开始行动了，表面上是说明基金为何会惨败，实际上是为以后的募资奠定基础。得知消息后，埃里森非常震惊，想不到梅里韦瑟竟然会借此机会接触欧洲投资者，为东山再起做好宣传准备。很快，银行方面命令他停止这一做法。

银行方面的一位高管对此很不解：“难道这帮人真以为还能翻身？”显然，基金合伙人的确是这么想的。在被监管方封杀之前，他们曾在一次公开访谈中自诩为超级理性的投资者，只可惜运气不好，被非理性和唯利是图的市场算计了一把。[7]

合伙人表面上似乎承担了基金失败的责任，称自己在很多场合都诚挚地道歉，但实际上他们从未明确表达究竟为了什么过错道歉。基本上，梅里韦瑟等人并不认为投资交易过高的杠杆率是造成惨败的主要原因。他们甚至不承认其基本投资策略存在问题。[8]反正，每次开会时合伙人都会抱怨其他交易者的非理性和唯利是图。在他们看来，长期资本管理基金是一系列外部事件的受害者。具体而言，这些事件包括8月份市场流动性的缺乏以及9月份内幕交易的围攻。

在美联储这场历史性营救活动一周年之际，迈伦·斯科尔斯在纽约世界之窗餐厅发表了一次令人信服的演说，称低评级债券的价差已经扩大到单靠违约风险已无法解释的过高水平。因此他得出的结论是，这种价差无疑是“流动性价差”，是指投资者愿意为高流动性债券支付的溢价。这种观点很快得到支持，当价格下跌时，人们自然会抱怨市场中缺少买方，导致流动性匮乏。正如斯科尔斯指出的那样，市场中存在真实潜在的令买方惊慌四散的事件。也就是说，投资者一直指望国际货币基金组织出手救助发展中国家，但问题是这家机构不可能立刻提供保护。斯科尔斯称：

举例来说，这就像一位父亲有好几个儿子，每个儿子都觉得遇到困难时父亲会及时提供帮助。但是，如果其中一个儿子需要帮助，父亲用以资助和帮助其他儿子的资源就会减少，导致支持选择的价值出现下降。这个原因至少部分解释了8月份出现的流动性转移。形象地说就好比，俄罗斯这个儿子没得到足够的支持，结果导致其他儿子们（不发达国家）看上去也信用不足。[9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯科尔斯对此感到非常可惜，认为学术界和从业机构未能把这一“失压流动性要素”纳入市场模型中，忽略了它对价格的影响意义。但是很显然，流动性匮乏只不过是问题的表象而非根源。这一番自圆其说的理论，实际上在暗示长期资本管理基金唯一的错误是不幸落入深重的流动性风险中。一辆时速50公里的汽车冲出路面，你可以抱怨是积冰在作祟；一辆时速160公里的汽车冲出路面，这显然就不是打滑的问题了。

关于为什么学术界和从业机构会忽略长期存在且不言自明的流动性风险，斯科尔斯在这个问题上却转移话题了。即使经历了如此历史性的惨败，基金合伙人也从不承认他们的根本性错误。他们认为自己遇到的是完全无法预见的恶劣市场形势，就好像百年一遇的大风暴一样。罗森菲尔德后来表示：“我对此深信不疑，因为这种事情以前从来没有发生过。”[10]他说错了，这种事不是百年一遇，而是出现了很多次——从墨西哥到华尔街、股市、债市、白银市场、泰国、俄罗斯和巴西，每个地区和市场都在频繁上演。遇到此类金融灾难的人往往会觉得运气不好，实际上金融史上到处都是这种“肥尾”事件，即异常极端的价格摆动。如果根据历史价格来分析，这显然是难以置信的。

无论从这次惨败中汲取到了哪些经验，合伙人们（就像在营救行动之前一样）依然坚信市场价差过大，现在是进行投资的好时机，一旦错过就不会再有。因为，这是市场模型预测的结果！只可惜在这一点上他们的预言是错的，至少在营救行动一年之后还没有得到成功的验证。此时的华尔街虽然恢复了信心，但长期资本管理基金标志性的套利交易业务并没有缓过气来。更换新老板之后，这只基金在1998年第四季度和1999年年初表现尚可，但随后又开始下滑了。1999年夏，美国互换价差涨到112点，甚至比去年市场情绪最恐慌时的价差水平还要高。百年难遇的风暴，竟然连着两年都出现了。

1999年9月28日，就在营救行动整整一年之后，互换价差达到93个基点，股市波动率达到30个百分点，比长期资本管理基金最初涉足这些业务时的价差水平扩大了许多。营救行动结束之后的第一年里，基金实现了10%的盈利，算不上实现重大翻身。除了支付利润之外，基金向银行共同体退回了36.5亿美元的投资本金。出于实用方面的考虑，长期资本管理基金在2000年年初被清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综上所述，长期资本管理基金的问题不只是流动性匮乏。或许基金的整个投资策略都是错误的，而且1998年全球（包括长期资本管理基金）对信贷形势的看法也过于乐观。有证据表明，这两种因素共同导致了危机的发生。长期资本管理基金对市场出现误判，而9月份出现的形势又加重了这种误判造成的影响。当时，为保护自己免受基金溃败的累及，市场上其他交易者被迫“集体罢工”，从而导致流动性消失。

艾伦·格林斯潘事后承认，通过组织营救长期资本管理基金，美联储纵容了市场投机者，甚至有可能增加未来出现灾难的概率。他表示：“美联储的参与可能引发某种道德风险，尽管这种风险十分微小。”[11]但是他认为，这些负面影响和“长期资本管理基金突然破产导致的市场价格严重扭曲”无法同日而语。

如果孤立地看长期资本管理基金事件，美联储的干预显然是可以理解的，就好像面对突然失去理智的精神病患者，大多数医生都会开出镇静剂一样。显然，疯狂举动造成的危险随时都会发生，但服药上瘾的问题却很久才能形成。对于长期资本管理基金，我们必须实事求是地看待问题，它并不是一起孤立事件，而是政府机构（即美联储）一系列救助私人投机分子的全新一幕。十年来，这一救助名单正在不断扩大，把储蓄贷款机构、对地产商过度放贷的大型商业银行、墨西哥、泰国、韩国和俄罗斯市场投资者，以及很多和长期资本管理基金相关的各种机构挟裹进来。诚然，美联储的参与程度有限，而且没有动用政府资金。但是没有它的组织和影响力，华尔街这么多银行不可能快速积累如此显著的营救资金。没有这次联合行动，长期资本管理基金必然会被破产清算。从这个角度推断，银行和其他投资者可能会蒙受更大的损失，尽管具体程度可能不像有些人认为的那么夸张。长期资本管理基金的交易头寸虽然很庞大，但分摊到整个华尔街还不会引发世界末日般的灾难。换句话说，抛售早晚会停止，买方早晚会重现，市场早晚会稳定。银行或许会倒闭，但这种可能性微乎其微。

从另一个角度来说，允许这些亏损出现反而会让很多人和投资机构三思，不敢轻易冒险行动。特别是经过十年的经济繁荣和金融市场膨胀，向投资者灌输一些危机意识并不是什么坏事。谁知道下一个问题市场的投资者，会不会因为长期资本管理基金的安然无恙而不顾风险，心安理得地认为出了问题会有美联储出手营救呢？客观地说，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联储的参与虽然在1998年9月市场恐慌的形势下可以理解，但遗憾的是，此举无疑是浪费了一个让市场恢复必要冷静的重要机会。

麦克唐纳始终认为自己的行动没错，尽管他对这只基金其后的表现并不满意，甚至可以说感觉很尴尬。营救行动结束一年后，这位美联储总裁有一次突然贸然宣称：“长期资本管理基金即将破产时，我打心眼儿里不想伸出援手。”[12]

在这个问题上，格林斯潘的错误更加严重也更为持久，他一直认为衍生品交易无须严密监管和信息透明。就像银行认为有能力在危机出现之前做好自我约束一样，轻信华尔街的格林斯潘直到问题出现近半年之后才要求制定并不算严格的监管制度。[13]他先前对提高信息透明度的反对（因为允许投资者自我监督而受到自由资本市场的一致欢迎），不由得让人想起格林斯潘早期阅读艾恩·兰德作品时写过的一句话：“武力是监管的基础”。[14]实际上在缺乏信息透明度的国家（如俄罗斯），交易市场都是由荷枪实弹的士兵把守的。

如果说长期资本管理基金事件有何启示，应当是传统证券交易行之有效的信息披露机制在衍生品交易中完全失去了作用。简而言之，投资者对于资产负债表中的风险一目了然，但是衍生品交易的风险对他们就像无解之谜。虽然（在格林斯潘和银行的反对下）一些汇报机制正在改变，但衍生品交易风险管理的漏洞依然存在。随着这种交易日益广泛的应用，此类缺陷仍会给我们带来很大的麻烦。

此外，除了改善衍生品交易汇报机制，限制实际风险敞口也是一项非常必要的举措。有鉴于此，金融监管机构限制了大通曼哈顿银行和花旗银行的借贷额度，明令其贷款数额不得超过资本额的一定比例。这样规定显然是有道理的，因为历史一再证明，只要有可能，华尔街投行总是会突破谨慎贷款的原则。既然这样，那格林斯潘又为何批准银行可自由选择衍生品交易的贷款额度呢？

正是这种自相矛盾的规定——事前不闻不问，事后积极干预——导致了美联储的政策对很多人造成了误导。实际上，政府强调的目标始终应当是预防而不是干预。政府为受监管的银行事先确定行为规则完全正确，但代表未受监管的对冲基金进行危机干预就是另一回事了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来，白宫专门组织了蓝丝带调查委员会，即经过总统授权、由多个部门组成的金融市场工作组（包括美联储），对长期资本管理基金的溃败进行调查。调查报告得出的结论是：“长期资本管理基金事件引发的核心公共政策问题是如何更有效地约束投资杠杆的过度使用。”此外，报告还对日益突出的金融衍生品表示关注，称：“资产负债表中的财务杠杆并不足以衡量风险程度。”[15]不过这份报告并没有提出多少切实可行的解决方案。它确实要求增强对冲基金的财务披露，加强银行的风险和信贷管理，以及强化管理机构的监管力度，但是这份1999年4月公布的措辞谨慎的报告并没有引发美国国会的积极行动，因为他们现在已经对这个问题失去兴趣了。众议院银监委员会发言人戴维·伦克尔称：“去年9~10月，这个话题天天都在爆炒，现在已经没人关注了。”[16]

公众对于对冲基金的怒火也消退了。长期资本管理基金事件看起来是一场对冲基金危机，实际上引发这场危机的是华尔街的大型投行，正是它们充裕的资金导致了信贷标准的不断松懈和放宽。在这只基金需要救助时，这些银行纷纷表示自己是受害者，被基金滴水不漏的保密手段蒙在鼓里，很多高管的发言似乎也证实了这一点。例如，科曼斯基离开美联储时给一位朋友打电话，说：“他们（长期资本管理基金）的交易头寸吓得我两腿发抖。”可经过一段时间之后我们会发现这些说法根本站不住脚。每个银行都很清楚这只基金每一笔交易的风险敞口，银行的人也不会傻到猜不出基金和其他银行之间的交易规模。

美联储派往总统调查小组的官员帕特里克·帕金森，在营救行动结束几个月后向参议员委员会汇报称：

虽然交易风险极高，但长期资本管理基金还是从各投行获得了大笔信贷。这些交易对手从基金获得的信息表明，它的证券和衍生品交易头寸相对于基金股本要高得多。尽管如此，似乎没有几家投行（可以说一家也没有）真正了解基金的风险组合状况。[17]

可能有人会问，那银行为什么还要贷款给这只基金呢？在1999年年初的一次公开研讨会上，共和银行前董事长沃尔特·韦纳坦言银行根本没有选择，或者说拒绝对方的业务需要拿出极其罕见的勇气。他表示：“要加入这个圈子，你必须遵守长期资本管理基金的游戏规则，这些规则毫无讨价还价的余地，要么接受要么走人。”[18]华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投行选择了接受，它们也一样贪婪，而且敬畏于基金的辉煌表现，以及合伙人巨大的声望、地位和明星效应。韦纳称：“我们很快就被这些超人迷惑得团团转。”不得不说，这是华尔街历史上罕见的奇迹，这只基金就像耀眼的火箭冲进金融行业的高空，像一只半人半机械的怪物，把市场风险变成统计学中冷冰冰的概率。这群教授级的交易员就像穿越到现在的未来人，把隐藏在市场角落中的好运和厄运演绎得淋漓尽致。

长期资本管理基金盛极而衰的经历对投资者具有重要的借鉴意义。和后来的巨额亏损相比，它前期不菲的盈利就显得没那么惊人了。就好像任意收取保费的保险公司遇到天灾之后连本带利赔个精光一样，这只基金的利润从某种程度来说也并非全部是“赢得”的，至少部分是得益于大环境顺利时的市场馈赠；而形势逆转时，这笔馈赠是要被收回的。无论什么投资，包括互联网泡沫在内，都不能只看到其膨胀期而忽略了其破碎期。

长期资本管理基金注意到了这种周期的变化，但是却拒绝缩小交易规模。当价差缩小时其投资风险必然上升，基金反而在加大杠杆率，就好像多借钱可以让没什么希望的交易变得更好而不是风险更高一样。长期资本管理基金之所以会犯这种错误和其管理有关，它缺少来自独立的第三方对交易员的监督和制约。造成的结果是合伙人个个都参加风险管理会议，最终却个个都默许高风险的交易继续实施。从这个角度来说，每一位合伙人对基金的溃败都是有责任的。

长期资本管理基金坚信多样化投资可以规避市场风险，殊不知这一投资行业的金科玉律实际上言过其实。凯恩斯曾经说过，一次深思熟虑的投资胜过一堆分析不周的交易。长期资本管理基金的惨败证明，把鸡蛋放进不同的篮子也会同时打碎。此外，这只基金还自欺欺人地认为其多样化投资做到了实至名归，但实际上不过是流于形式而已。简而言之，它只是用各种可能的组合形式对大量低评级债券做同样方式的对赌而已。随着市场周期的变化和信贷的收紧（根据历史数据来看，这种情况会定期发生），基金的各种交易会出现同步暴跌其实并不令人吃惊。

我们可以把基金从1998年1月截至接受营救时各类交易出现的亏损进行对比：[19]

俄罗斯和其他新兴市场：4.3亿美元；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发达国家市场的单向交易（如做空日本债券）：3.71亿美元；

股票配对交易（如大众汽车和壳牌运输）：2.86亿美元；

收益率曲线套利交易：2.15亿美元；

标准普尔500指数交易：2.03亿美元；

垃圾债券套利交易：1亿美元；

企业兼并套利交易：不赔不赚。

仅这七个类别的交易亏损就高达16亿美元，真可谓触目惊心。如果只是这样，长期资本管理基金是完全可以在市场中挺过来的。

下面是它交易量最大的两项业务的亏损额：

互换业务：16亿美元；

股市波动率交易：13亿美元。

正是这两项交易最终拖垮了这只基金。长期资本管理基金在这些市场中陷得太深，这是一个非常危险的错误。它的交易规模如此之大，以至于扭曲了市场本应具备的自我调解作用。如果只是投资规模大倒也无妨，但是加上基金30倍的杠杆率和衍生品交易无形的高杠杆率，情况就变得不同了。你可以大规模投资（会造成市场流动性降低），也可以（审慎地）加大资金杠杆率，但既疯狂增加杠杆又降低市场流动性的投资者无异于在玩俄罗斯轮盘赌。这样投资的话，你不但要猜中市场运动的最终方向，而且要保证其间每一天的市场形势都不会出错。只要有一天形势出现逆转，投资者就会血本无归。长期资本管理基金就是过于自信，认为自己投资的这些市场绝不会显著地偏离自己的预测值，哪怕出现8月和9月这么大的振幅也不会。

深受默顿和斯科尔斯有效市场理论的熏陶，这些教授级交易员们确信市场价格会按照模型预测的方向运动，而且是直接运动。他们自信地认为模型可以预测出交易行为的限制。或者说，可以根据历史数据说明哪些行为合理，哪些行为可以预测。但是他们显然忽略了一个重要因素，即包括交易员在内的投资者并非永远理智，这才是长期资本管理基金由盛而衰带来的真正教训。无论市场模型怎样预测，交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员们都不是受芯片指挥的机器，他们易受影响，具有羊群效应，面对利益一哄而上，出现风险则作鸟兽散。

即便这些交易员的判断全都正确无误，市场也很难像正弦波那样准确精密地振动。价格和价差会随着每一个企业、政府和国家的不确定性出现变化。它们并不能准确体现国家反映出的经济活动。换句话说，掷色子的点数预测概率可以精确到小数点后两位，但预测俄罗斯风险就不可能，预测交易员如何应对俄罗斯市场就更不可能。和预测色子点数不同，影响市场变化的因素不只有统计意义上的风险概率，还包括更为广泛的可全面影响其未来形势的各种不确定性。不幸的是，这种因素和风险不同，它无法加以量化，不受限于任何数字或概率分析。

这群学者显然忽视了两者之间的重要区别，他们急不可待地把这个疯狂的数学机器应用到投资实践中，仿佛它能驯服市场不确定性这个恶魔。就这样，他们肆无忌惮地开始豪赌，没有一丝顾虑，也没有半点恐惧。

最大的讽刺在于，他们试图分解并最终最大限度地消灭风险，而不是想办法通过投机操作来克服风险。在这一点上，这只基金的表现并不是唯一的。长期资本管理基金可以说是20世纪末的一只典型基金，试图通过结合金融经济和计算机编程两大新学科的方式来驾驭市场。它认为，利用历史价格和波动率预测未来风险的方式可广泛应用到每一个投行和交易部门。这一点可以说是长期资本管理基金的根本错误，其巨额亏损显然表明当代金融学的核心理念存在瑕疵。

对于这一点，美林银行在1998年的年报中说明得很清楚：“美林正在使用数学统计模型协助估算市场风险敞口。”在提及此类模型可能带来的危险时，报告不无隐忧地称：“它们会用看似安全的数字掩盖市场实际风险，因此这些模型的使用必须受到限制。”[20]如果说长期资本管理基金的惨败对华尔街有何启示，这句话无疑就是最好的回答。如果下次有默顿这样的人物推销管理风险和预测概率的高级模型，如果下次哪个计算机系统号称拥有全部历史数据，可全面量化未来的市场风险，作为投资者的你必须转身就跑，而且越快越好。

但是在华尔街，人们似乎总是好了伤疤忘了疼。1999年11月，JWM合伙公司，一个由梅里韦瑟、哈贾尼、希利布兰德、莱希、罗森菲尔德和阿云·克里希纳玛查等合伙人计划筹建的公司，开始宣传推广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其“相对价值机会基金II”。根据宣传单，新基金的杠杆率将保持在15倍的适中水平，公司将会加强自律，同时采用曾设计用于“可确保实用程度达到能够抵御1998年极端事件”的风险控制系统。虽然结合以往危机设计出来的数学模型能否避免未来崩溃尚且令人怀疑，但对于梅里韦瑟来说，JWM公司的成立标志着合伙人的东山再起，这在华尔街是相当难得的。12月，就在长期资本管理基金45亿美元股本被迅速亏空，导致华尔街和个人职业生涯几乎被葬送的15个月之后，梅里韦瑟募集到了2.5亿美元，其中大部分来自于命运多舛的长期资本管理基金前投资者。他已经准备好再次出发了。

[1] 步其后尘，2000年索罗斯和老虎管理基金出现巨额亏损，老虎基金被迫破产清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后记

长期资本管理基金营救行动十年之后，华尔街经历了以下巨变：抵押房贷巨头房利美和房地美被美国政府接管，雷曼兄弟银行倒闭，美联储出手救助美国国际集团，高盛和摩根士丹利被联邦存款保险公司转变成为商业银行。美国货币市场深陷危机，财政部被迫斥资营救。美国政府很快推出并批准了推动联邦投资国内银行的立法方案。这场风暴激荡之时，包括各种产品在内的美国金融市场出现了持续恶化的恐慌情绪。正如十年前的那个周末一样，华尔街投行主管再次被召集到美联储纽约分行，被要求出资营救岌岌可危的同行，以免为整个国家经济带来系统性风险。在他们当中唯独有一家银行不见踪影，即当初拒绝参与营救长期资本管理基金的贝尔斯登银行。2008年3月，濒临破产的贝尔斯登银行在美联储的要求下被摩根大通全面收购。据说，严重亏损的贝尔斯登银行并没有从长期资本管理基金的案例中汲取教训。实际上，有哪一家投行不是这样呢？从整个华尔街到其监管机构，哪一个不是在重复昔日的蠢行，而且越来越变本加厉呢？

本书写作时正值长期资本管理基金全面溃败之后不久，这件轰动金融界的大事不过是个市场个例。这一看似尘埃落定的事件，如今却产生了一系列新的影响。2008年金融市场风暴之后，本书讲述的故事已不再是随机出现的孤立事件。回顾十年之前，梅里韦瑟交易员的传奇经历在当今时代并不罕见。现在看来，如果说我们所处的是史无前例的市场动荡时代，那长期资本管理基金的衰落无疑是一个被忽视的警告。就像大地震之前出现的轻微颤动一样，这一市场异常现象根本没有引起足够的重视。

那时和现在的市场暴跌，其中的相似之处一目了然。每到紧要关头，华尔街的天才们总是用过高的杠杆率让投行深陷危机。他们钟情的是各种时髦复杂的金融工具（如葬送长期资本管理基金的“股市波动率”，以及2008年极为流行的抵押担保债券），无论普通投资者还是专业信贷机构都无法对这些产品进行评估。此类产品的估价，都是通过计算机模型完成的，其中存储了海量的历史交易价格。无论十年前还是今天，这些模型都无法“向前看”。21世纪前十年的住宅价格一直在稳步上升，但对于穆迪、标准普尔、惠誉国际等信贷评级机构，以及投资抵押债泡沫的贷款机构、投行和借贷人来说，情况就大不相同了。在这些市场中，市场价格呈一路下跌趋势，损失（即抵押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债违约）的分布扩大到了钟形曲线之外，大大超出了历史经验的预测范围。这种情况正是导致长期资本管理基金出现惨败的原因。格林尼治的天才们对市场模型的判断深信不疑，认为任何一个交易日都不可能出现超过3500万美元的亏损。没想到俄罗斯债务违约之后造成市场高度动荡，以至于基金在8月的某一天就损失了5.53亿美元。十年后，因为把抵押债证券列为优质投资产品而声名狼藉的惠誉国际，哪里会想到房地产价格2%~3%的下跌竟会引发金融系统全面崩溃？在这次危机中，美国金融市场出现了超过30%的暴跌。

这一惨痛经历再次让我们意识到，投资杠杆率过高的巨大危机，以及利用数学模型进行风险管理的不可靠性。梅里韦瑟也再次遭遇滑铁卢。2009年，就在（长期资本管理基金结束后成立的）JWM合伙公司成立十年之后，梅里韦瑟的投资再度出现严重亏损，导致基金被迫停止经营。显然，这两段失败经历之间在某些重要方面有着很大的区别。长期资本管理基金解体的危机蔓延到了国外，对俄罗斯影响尤其显著；另一方面，那场危机并没有表明美国经济出现根本性问题。但十年后的这次危机则不同，美国经济出现了严重的问题。这次危机始于住宅房地产行业，是构成国民生产总值的基本要素之一。尽管两次危机之间有很多对比之处，但值得深思的问题是，为什么1998年和2008年发生的两次市场风暴会演变成金融界的常见现象，而不是个别状况呢？虽然造成危机出现的起因各不相同，但由此形成的反应却是毫无例外的市场恐慌。如今，这种情况正变得越来越普遍，其历史或许可以追溯到1987年10月19日的“黑色星期一”。那一天，在毫无征兆的情况下，道琼斯工业平均指数暴跌超过22个百分点。其后是1990年出现的垃圾债券市场暴跌，使美国经济受到严重拖累。1997年，国际交易市场出现一系列恐慌抛售，导致东南亚各国货币严重贬值。2001年倒闭的安然公司，由于依靠合伙公司秘密操作金融衍生品交易，为美国市场带来了巨大波动。一直以来，可以说直到2008年金融危机出现之前，美国经济的整体表现还是比较平稳的，但作为其外在表现的金融市场却变得越来越动荡不安。

其实以前的情况并非如此。直到20世纪70年代之前，美国的金融市场一直都如死水一般，清风吹不起半点涟漪。尽管道琼斯指数上下波动，但美国国内和国际市场的活动十分有限。那时有人（即便是老谋深算的投资者）想要冒险投资瑞士法郎，或是赌长期利率的走向，市场上几乎没有可供操作的产品；想赌抵押贷款利率未来会出现下跌（比方说利用利率可调式抵押债），市场上也根本没有这样的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那时的金融领域是高度静态的，这种固定性表明市场缺乏投资所需的资金。那时可供投资的渠道和选择很少（货币市场基金尚未出现），银行提供的投资回报受到严格控制。货币价值被锁定在布雷顿森林体系框架之内，银行业在各国都受到高度监管。即使有私营机构愿意提供此类投资选择，它们也会被中央决策者解散或取缔。美国央行主管负责设定国家基准利率，得克萨斯的石油大亨和后来的沙特酋长们负责设定石油价格。自由市场或许对大豆交易行之有效，但以今天的标准来看，那时金融市场的业务范围还有很大的限制。

所有这一切，都随着1971年美国摆脱金本位，全球采用浮动汇率时代的到来而一去不复返。这一大胆的自由化举动迎合了放松贸易管制的时代潮流。随着更多的产品和资金出现跨国流动，各国央行被迫做出适应和改变，其任务逐渐演变成在国际货币流动之间努力维持平衡局面。简而言之，它们必须维持市场平静，或是尽力实现这一目标。随着时间的流逝，我们已经很难说清是索罗斯这样的国际交易者在适应英格兰银行制定的规则，还是银行在适应索罗斯之流的市场投机举动。

在20世纪70年代初到80年代初的十年中，一系列深入的自由化行动极大地拓展了金融市场的业务领域。在这些行动中，一部分改革对于终止布雷顿森林体系是十分必要的。（由于大众可自由选择把资金投入世界的各个角落，银行为扩大资产被迫展开竞争，对存款利率的控制也随之放开。）另一些改革措施则唆使银行以放任自流的态度，取消对市场的各种限制。受此影响，20世纪60年代以静态和固定为特征的金融市场出现了翻天覆地的变化。期货市场产品迅速增加，从猪肉和小麦扩大到货币、利率和石油。金融衍生品更是像雨后春笋般大量涌现，每年都有新的产品投入市场。

投资品种的增加必然带来复杂性的提高。投资者们开始交易普通民众摸不着头脑的各种新式金融工具，比如股市波动率。即便是常见的房贷产品，储蓄银行也不再满足于提供简单的30年分期贷款，而是用各种新花样取而代之（如房屋净值贷款、可调利率抵押贷款和选择性可调利率抵押贷款），搞得就像冰激凌品种一样琳琅满目。这种新变化的出现，一方面是因为银行服务的创新；另一方面是为了寻找新的方式转移贷款风险。证券化，即固定资产转变为可交易证券的过程，把大量的普通银行贷款，如信用卡债务和抵押贷款，转变成投资者持有的市场工具。当银行把贷款风险转嫁给市场之后，信贷的分配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就出现了微妙的变化。以前决定是否放贷的是银行高管，现在则不同，谁能获得资金、融资条件如何，这些都是市场说了算。换句话说，在各种经济活动中，决策权已经从金融机构转移到了大众手中。导致2000年石油价格从30美元飙升到140美元一桶的不是沙特的酋长们，而是世界各地的国际交易者。决定企业收购能否成功的不是首席执行官，而是大众投资者。信贷工具中出现的新式衍生品业务已经取代银行高管，成为决定企业能否获得资金或是被迫破产的主要力量。可以说，国家的命运也掌握在市场手中。由于信贷的供应和取消在转瞬之间即可完成，这导致了20世纪90年代亚洲和拉美出现的货币贬值，以及2010年希腊和爱尔兰的债务危机。在未来，这一情形还会继续下去。

市场范围的扩大不一定都是坏事，或者说至少不全是坏事。在长期资本管理公司这样的机构出现之前，那时的金融行业如一潭死水，既僵硬死板又无法积极响应经济变化。货币价值的稳定并不表示其价格定位是正确的。对冲基金和其他交易机构的出现有其合理性，它们主要发挥了纠正错误市场定价的作用。不过市场引导的平衡之轮有时也会跑偏，和容易丧失理智的机构投资者一样，市场也会不时地出现极端状况，有时甚至是非常危险的极端事件。一般而言，市场比政府更善于确定信贷产品之间的合理价差（即长期资本管理基金发挥的作用），但这么说并不表示市场永远是正确的。这两者之间的差异十分显著，因为意识到市场监督的需要不同于采取绝不干涉的旁观态度。

长期资本管理基金的出现有其深厚的思想基础，这一思想热衷于追随自由放任的市场至上主义。“有效市场假说”理论吸引了很多公共机构管理者，其中最著名的当属美联储主席格林斯潘。格林斯潘把这一学术界圣经奉为圭臬，它的一代代信徒们信誓旦旦地表示市场是一种科学的风险管理手段，其预测程度高度准确，避免风险的能力甚至比精密设计的火箭还要高。在金融界至高无上的学术殿堂上，没有谁比这只基金的两位诺贝尔奖获得者——默顿和斯科尔斯的地位更为尊崇。正是他们一手缔造了有效市场假说的理论大厦，并影响了一大批后来者。实际上，导致长期资本管理基金最终溃败的市场机能失效的反复出现，在很早之前就已提醒人们不要轻信这一完美理论。想想看，历史上出现过的郁金香投机泡沫，还有1929年的股市崩盘，不都是因为轻信市场才导致的吗？遗憾的是，这一理论神话如今还在继续。即使在经历了1998年的市场危机之后，由格林斯潘、罗伯特·鲁宾、拉里·萨默斯和亚瑟·列维特组成的管理小组仍在阻挠对金融衍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生品的监管。不得不说，这是一个非常奇怪的危机应对方式。2000年年底，美国国会立法通过了《商品期货交易现代化法案》。此时，新的市场泡沫（互联网股票）已经开始迸裂。

此时的金融市场已经是无处不在。这么多泡沫接踵而来，而且一个比一个严重，让我们变得毫无招架之力，似乎已经成了屡见不鲜的平常事。无论事前预防还是事后弥补，过度的市场投机活动不一定总能引发管理干预。尽管如此，2008年金融危机和1998年市场风暴之间的遥相呼应还是足以引起人们的某些关注。首先，有效市场或完美市场理论可以寿终正寝了。格林斯潘曾公开表示，私营机构交易的衍生品业务无须监管，因为当事双方出于自身利益会使企业主动避开风险。但是这一说法对长期资本管理基金并不适用，对雷曼兄弟银行也不适用。由此可知，私营机构（包括对冲基金、评级机构和银行）设计的风险管理模型，并不是指导未来价格趋势的有效手段。即使这些模型被政府管理机构采用，它们也不是毫无瑕疵的，因为它们始终把历史交易数据作为判断未来趋势的依据。我们必须强调，市场并不是完美的，它由无数的投资者组合而成，其中大多数投资者的行为通常是理性的，但通常并不等于永远。

实际上，就算高度理性的投资者也会出现恐慌。就像电影院的观众遇到大火时，人人都争先恐后地想要逃命一样，恐惧感的蔓延会使金融市场具有本质上的不稳定性。恐慌情绪的敏感作用在信贷市场中表现得尤其明显。信贷实际上是放贷者对借贷者所下的赌注，每一笔贷款都有可能无法收回。当市场估价作用消失时，大量交易者不是获得信贷就是失去信贷，任何一个极端都会导致系统大面积的失效。正是出于对出现系统性风险的担忧，长期资本管理基金和抵押贷款泡沫等危机才会形成如此巨大的破坏力。究其原因，这些危机都是过度负债导致的结果。在传统金融行业时代，一家银行或企业的倒闭并不会触发信贷市场的全面瘫痪。如今，一个企业（或国家）出现危机，全球金融市场都会收紧信贷。受此影响，（企业）偿付能力变得极不可靠。当机构长期需要资本而市场却陷入短期回旋时，其偿付能力会变得更加扑朔迷离。长期资本管理基金绝不是最后一个抱怨市场形势对其不利的金融机构，贝尔斯登银行和雷曼兄弟银行也遭遇过类似问题，但市场对于这些抱怨却充耳不闻。对此，或许只有两种方式可以让企业避免风险。第一种方式是更严格地限制纯赌博性质的信贷交易市场，如信贷违约互换产品。第二种方式是，存在偿付问题的投资机构不得过度依赖任何形式的资金杠杆，特别是各种“热钱”，即短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场融资。遗憾的是，这些教训在长期资本基金惨败之后已经被投资者彻底忘记了，这或许是因为他们认为历史风险不会再次出现。实际上，2008年金融危机的出现提醒我们，长期资本管理基金惨痛的历史教训未来依然具有借鉴意义。如今回想起来这只对冲基金戏剧化的迅速溃败，并不令人感到意外。用默顿·米勒的话来说，当市场中到处都是过度杠杆的交易者，当人人都用高深莫测的金融工具进行豪赌时，由此带来的可预见的风险，远比一场自然灾害造成的损失更为巨大。实际上，只要我们的金融系统依然以这种方式运行，长期资本管理基金的案例就不会退出时代和历史的舞台。